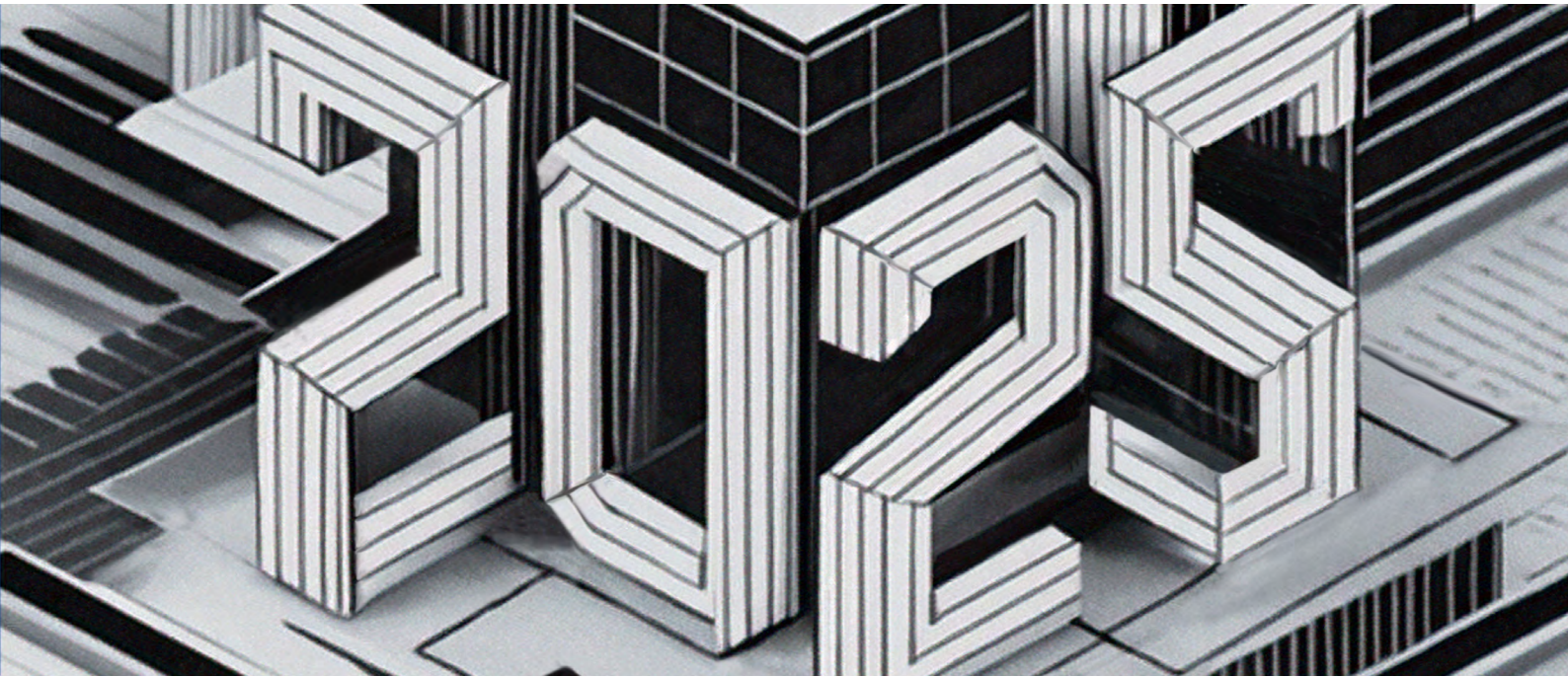


# IM11

INFORME MENSUAL

NÚMERO 494 | NOVIEMBRE 2024



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*Balances: la normalización no tan visible de la política monetaria*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Alemania: reinventarse ante una nueva realidad*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*Mercado inmobiliario español 2024-2025: en modo expansivo*

*El sector agroalimentario comienza a salir del bache en 2024*

## DOSSIER: PERSPECTIVAS 2025

---

*Perspectivas globales 2025: en busca de una nueva normalidad*

*Política monetaria 2025: la hora de la distensión*

*España 2025: crecimiento dinámico, aunque algo menor que en 2024*

*Crecimiento sectorial en 2025: robusto y transversal, pero con algunas diferencias*

## INFORME MENSUAL

Noviembre 2024

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y por BPI Research (UEEF)

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

#### Enric Fernández

Economista jefe

#### José Ramón Díez

Director de Economías y

Mercados Internacionales

#### Oriol Aspachs

Director de Economía Española

#### Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

#### Adrià Morron Salmeron y

#### Nuria Bustamante

Coordinadores del *Informe Mensual*

#### Javier García-Arenas

Coordinador del Dossier

### BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt/](http://www.bancobpi.pt/)

[http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)

[e-mercados/mercados-financeiros](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)

[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

#### Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

7 de noviembre de 2024

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 LAS CLAVES DEL MES

### 4 PREVISIONES

### 7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Balances: la normalización no tan visible de la política monetaria*

### 13 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *Alemania: reinventarse ante una nueva realidad*

Rita Sánchez Soliva

### 19 ECONOMÍA ESPAÑOLA

21 *Mercado inmobiliario español 2024-2025: en modo expansivo*

Judit Montoriol Garriga

23 *El sector agroalimentario comienza a salir del bache en 2024*

Pedro Álvarez Ondina

### 26 ECONOMÍA PORTUGUESA

### 28 DOSSIER: PERSPECTIVAS 2025

28 *Perspectivas globales 2025: en busca de una nueva normalidad*

José Ramón Díez

30 *Política monetaria 2025: la hora de la distensión*

32 *España 2025: crecimiento dinámico, aunque algo menor que en 2024*

Oriol Carreras y Javier García-Arenas

34 *Crecimiento sectorial en 2025: robusto y transversal, pero con algunas diferencias*

Judit Montoriol Garriga

## La economía española sigue sorprendiendo en positivo

No es novedad, pero sigue siendo importante remarcarlo. Los últimos indicadores disponibles para la economía española han vuelto a sorprender en positivo. A pesar de que Europa se mantiene débil y de que a nivel global la incertidumbre es elevada, la evolución de la economía española sigue sobresaliendo en el contexto internacional.

El crecimiento del PIB de España alcanzó el 0,8% intertrimestral en el 3T 2024, un registro superior al esperado por CaixaBank Research, cuyo escenario contemplaba un avance del 0,5%, y relativamente alto desde un punto de vista histórico. Como referencia, la tasa de crecimiento intertrimestral promedio entre los años 2000 y 2024 fue del 0,5%. Entre los años 2014 y 2019, cuando la economía se recuperó de la crisis financiera y de la deuda soberana, el ritmo de crecimiento promedio se situó en el 0,7%.

Las sorpresas han sido continuas durante los últimos trimestres y ello nos ha obligado a ir revisando al alza las previsiones de crecimiento. Si se toma un poco de perspectiva, se pone de manifiesto que, al final, la mejora ha sido sustancial. Hace un año, CaixaBank Research esperaba un crecimiento del 1,4% para 2024, una previsión similar a la del conjunto de analistas. En cambio, el escenario actual contempla un avance del 2,8%. Las sorpresas se han repartido entre varios epígrafes. En parte, las exportaciones han crecido más de lo esperado, tanto las de servicios turísticos como las de no turísticos, lo que explica cerca de la mitad de la sorpresa positiva. La otra mitad de la mejora de las previsiones la explican las sorpresas en el crecimiento del consumo, tanto el de los hogares como el público. El único epígrafe que se mantiene relativamente débil es el de la inversión. Esperamos que en los próximos trimestres, con la normalización de las condiciones financieras y el despliegue de los fondos europeos NGEU, gane dinamismo.

En la lista de noticias positivas, este mes también encontramos uno de los principales retos de la economía española: el crecimiento de la productividad. Concretamente, en el 3T 2024 el crecimiento del PIB por hora efectivamente trabajada, una de las medidas de referencia, se aceleró hasta situarse en el 2,5% interanual. El avance es resultado de un mayor crecimiento del PIB que de las horas trabajadas. De hecho, las horas trabajadas por trabajador se han reducido en los últimos trimestres. El análisis de las dinámicas a nivel sectorial también es revelador. La mejora de la productividad, en parte, es resultado del buen ritmo de crecimiento de algunos de los sectores más productivos, como el de la información y las telecomunicaciones o el de la industria química y farmacéutica, cuyo peso ha ido aumentando en consecuencia. Por otro lado, la mejora de la productividad también es resultado de las mejoras que presenta en algunos sectores menos productivos, como el comercio mayorista o algunas ramas industriales, como la maderera o la agroalimentaria.

Más allá de los buenos registros del 3T, los primeros indicadores referentes al 4T 2024 también están siendo alentadores. El ritmo de crecimiento del número de personas afiliadas a la Seguridad Social se aceleró en octubre, y los indicadores de actividad se consolidaron en zona expansiva o incluso mejoraron, como es el caso de la industria. En este contexto, una vez más, los riesgos que rodean nuestro escenario de previsiones se vuelven a situar al alza. De hecho, si mantenemos sin cambios el ritmo de crecimiento previsto para los próximos trimestres, el crecimiento anual de 2024 se situaría en el 3,1% frente al 2,8% que contempla actualmente el escenario de CaixaBank Research. Para 2025, el escenario contempla un avance del 2,3%, pero, tras conocerse los últimos indicadores, este podría situarse alrededor del 2,5%.

Las consecuencias de las inundaciones, especialmente graves en la provincia de Valencia, merecen una mención aparte. El drama humano y social del desastre se ha vivido de forma muy sentida por el equipo de CaixaBank Research. Todos nos hemos sentido más valencianos que nunca. En materia económica, las consecuencias también serán importantes. La información disponible todavía es incompleta y el impacto acabará dependiendo de la valoración final de los daños, del tiempo que se tarde en restaurar las infraestructuras y las redes de servicios básicos, así como de las medidas de apoyo que se implementen. El crecimiento de la economía valenciana se resentirá a corto plazo, y ello también se notará en el conjunto de la economía española. Pero esperamos que más pronto que tarde el esfuerzo inversor en reconstrucción y reposición del capital destruido tome relevo a la situación actual.

**Oriol Aspachs**  
Noviembre de 2024

## Cronología

### OCTUBRE 2024

- 17 El BCE recortó los tipos de interés en 25 p. b. y bajó el tipo *depo* hasta el 3,25%.

### AGOSTO 2024

- 1-5 Fuertes turbulencias en los mercados financieros, a consecuencia de la decisión del Banco de Japón y de unos datos de empleo de julio en EE. UU. peor de lo esperado.
- 12 La OPEP revisa ligeramente a la baja la demanda mundial de petróleo en 2024 y 2025, debido sobre todo a la desaceleración del consumo en China.
- 23 La Fed comenzará a reducir los tipos de interés en septiembre, según apunta Powell en Jackson Hole.

### JUNIO 2024

- 2 La OPEP acuerda extender sus recortes a la producción de crudo (3,66 millones bpd hasta diciembre de 2025 y 2,2 millones bpd hasta septiembre de 2024, pero con una retirada gradual hasta septiembre de 2025).
- 6 El BCE baja tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 3,75% y el *refi* en el 4,25%.

### SEPTIEMBRE 2024

- 12 El BCE recortó los tipos de interés 25 p. b. y situó el *depo* en el 3,50% y el *refi* en el 3,65%.
- 18 La Fed recortó los tipos de interés 50 p. b. hasta el intervalo de 4,75%-5,00%, tras haberlos subido 500 p. b. desde marzo de 2022.

### JULIO 2024

- 26 Arrancan los Juegos Olímpicos en París.
- 31 El Banco de Japón subió por sorpresa el tipo de interés de referencia hasta el 0,25% (desde el rango 0,0%-0,1% anterior), máximo desde finales de 2008.

### MAYO 2024

- 31 La agencia Standard & Poor's rebaja la nota crediticia de Francia de AA a AA-.

## Agenda

### NOVIEMBRE 2024

- 4 Portugal: deuda pública (3T).
- 5 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
- 6 Portugal: empleo (3T).
- 6-7 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 7 España: producción industrial (septiembre).
- 8 España: *rating* Fitch.
- 13 Portugal: coste laboral (3T).
- 14 Japón: PIB (3T).
- 15 Portugal: *rating* Moody's.
- 19 Portugal: balanza de pagos (septiembre).
- 22 España: créditos, depósitos y morosidad (septiembre).
- 28 España: avance del IPC (noviembre).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (noviembre).
- 29 España: *rating* DBRS.  
Portugal: desglose del PIB (3T).  
Eurozona: avance del IPC (noviembre).

### DICIEMBRE 2024

- 2 Portugal: producción industrial (octubre).
- 3 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
- 10 Portugal: comercio internacional (octubre).
- 12 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 17 España: encuesta trimestral de coste laboral (3T).
- 17-18 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 19-20 Consejo Europeo.
- 23 España: contabilidad nacional trimestral (3T).  
España: créditos, depósitos y morosidad (octubre y 3T).  
España: balanza de pagos y PIIN (3T).  
Portugal: desglose del PIB (3T).  
Portugal: precios de la vivienda (3T).
- 26 Portugal: ratio de morosidad (3T).
- 30 España: avance del IPC (diciembre).  
España: tasa de ahorro de los hogares (3T).
- 31 Portugal: avance del IPC (diciembre).

## Tiempos líquidos, ¿economía sólida?

A la velocidad que se suceden los acontecimientos en el mundo geopolítico actual, es difícil intentar abstraerse de la candente realidad y reflexionar sobre las perspectivas y tendencias económicas a medio plazo. Solo en la primera semana de noviembre (momento en el que se escriben estas líneas) hemos asistido a una contundente victoria de Donald Trump y del Partido Republicano en el Senado y la Cámara de Representantes en EE. UU., a la vez que se rompía de manera definitiva la coalición de Gobierno en Alemania, uno de los países potencialmente damnificados por el giro proteccionista que cabe esperar de la nueva Administración americana. De manera que, en poco más de 24 horas, se ha elevado de manera notable el nivel de incertidumbre sobre el tono de la política económica futura en dos de las grandes potencias globales. En estos tiempos líquidos que nos ha tocado vivir, en los que un entorno económico y político moderadamente estable, repetitivo, e incluso aburrido, ha dado paso en los últimos 15 años a una realidad cambiante, impredecible y sujeta a un proceso continuo de transformación, de vez en cuando es necesario parar y reflexionar sobre las grandes tendencias para el futuro próximo.

Eso es lo que intentamos hacer cada mes de noviembre en nuestro Dossier de perspectivas anuales. Siendo conscientes de que esas ideas y proyecciones se van a ver sometidas al test de estrés de lo que nos deparará la realidad económica y geopolítica. Empezando por la búsqueda de una nueva normalidad en el comportamiento del ciclo de actividad global que anticipamos en 2025, entendida como el cierre de la brecha entre oferta y demanda presente en buena parte del último lustro. Lo que consolidará el retorno de la inflación a una zona próxima a los objetivos (2%) y, como consecuencia, la aproximación de los tipos de interés a niveles neutros (2% en la eurozona y 3% en EE. UU.). Como, además, el mercado del petróleo parece tener un precio de equilibrio en la banda de los 70-80 dólares, encima de la mesa tendríamos las condiciones para consolidar el aterrizaje suave de la economía mundial (crecimiento algo por encima del 3%).

En este contexto, los bancos centrales tendrán que gestionar la etapa de distensión de la política monetaria, avanzando en la retirada de las medidas no convencionales, regulando la velocidad de las bajadas de los tipos de interés hacia zona neutral y vigilando los efectos de la relajación de las condiciones financieras sobre la estabilidad financiera. En todo caso, después de 15 años de protagonismo excesivo de la vertiente monetaria, la política eco-

nómica deberá pivotar triplemente (como nos acaba de recordar el FMI), a través de: una política fiscal buscando estabilizar las dinámicas de deuda (algo especialmente complicado en EE. UU. y China), una política monetaria moviéndose de zona restrictiva a territorio neutral (buena noticia para los emergentes) y políticas de oferta recobrando protagonismo para mejorar la capacidad de crecimiento potencial. Es la mejor manera de abordar viejos problemas que se habían difuminado tras la niebla que provoca la inflación como son: el bajo crecimiento potencial, los elevados niveles de deuda pública global (más de 100 billones de dólares) o el mediocre desempeño de la productividad, especialmente en Europa.

En este contexto, aunque pensamos que el crecimiento de la economía española se moderará ligeramente en 2025 (2,3%), los motores que apoyan el crecimiento van a mantener la velocidad de crucero de la actividad durante los próximos meses. Empezando por la recuperación del poder adquisitivo de las familias que, junto con las bajadas de tipos de interés (y el ahorro acumulado), permitirán una ligera aceleración del consumo privado. Siguiendo con los efectos favorables de la demografía y del dinámico comportamiento del mercado de trabajo. Si, además, la inversión en equipo termina reflejando el impulso de los fondos NGEU y la mejora de las condiciones de financiación, todo lo anterior podría más que compensar la contribución más modesta que cabe esperar del consumo público en un contexto de reintroducción de las reglas fiscales europeas. En definitiva, en tiempos geopolíticos líquidos, esperemos que la economía siga manteniendo una razonable resiliencia y solidez el próximo año.

José Ramón Díez

Promedio del último mes del periodo, excepto cuando se especifica lo contrario

### Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>TIPOS DE INTERÉS</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,50	4,50	3,25
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,16	3,07
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,62	3,10
Deuda pública 2 años	3,70	0,99	0,67	4,30	4,46	3,60	3,35
Deuda pública 10 años	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,80	3,80
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,15	2,15
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	2,93	2,01
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	2,93	2,04
Euríbor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,94	2,06
Euríbor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	2,77	2,12
Euríbor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	2,60	2,18
<b>Alemania</b>							
Deuda pública 2 años	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,15	2,05
Deuda pública 10 años	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,10	2,00
<b>España</b>							
Deuda pública 3 años	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,41	2,32
Deuda pública 5 años	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,50	2,41
Deuda pública 10 años	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	2,80
Prima de riesgo	11	158	73	105	98	80	80
<b>Portugal</b>							
Deuda pública 3 años	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,62	2,53
Deuda pública 5 años	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,63	2,56
Deuda pública 10 años	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	2,75
Prima de riesgo	19	297	65	97	63	70,00	75
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,12	1,13
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,84	0,86
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	160,00	156,00
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	76,0	73,5
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	68,1	65,0

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

### Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>CRECIMIENTO DEL PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,4	2,9	6,5	3,5	3,3	3,1	3,3
<b>Países desarrollados</b>	2,7	1,0	5,7	2,6	1,7	1,7	1,8
Estados Unidos	2,7	1,5	6,1	2,5	2,9	2,6	1,9
Eurozona	2,3	0,3	6,2	3,4	0,5	0,7	1,3
Alemania	1,6	0,8	3,6	1,4	-0,1	0,0	0,7
Francia	2,3	0,3	6,8	2,6	1,1	1,1	1,2
Italia	1,5	-1,0	8,8	4,8	0,8	0,5	1,0
Portugal	1,5	-0,2	5,6	7,0	2,5	1,7	2,3
España	3,6	-0,2	6,7	6,2	2,7	2,8	2,3
Japón	1,4	0,1	2,6	0,9	1,9	0,8	1,0
Reino Unido	2,7	0,3	8,7	4,3	0,1	1,1	1,0
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,4	4,4	7,0	4,1	4,4	4,2	4,2
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,3	4,6	4,0
India	7,2	5,7	10,3	6,7	7,7	6,6	6,8
Brasil	3,6	1,2	4,8	3,0	2,9	2,5	1,8
México	2,3	0,7	6,1	3,7	3,2	2,1	2,1
Rusia	-	1,0	5,9	-1,3	3,7	3,1	1,3
Turquía	5,5	4,3	11,4	5,5	5,1	3,4	3,5
Polonia	4,2	3,2	6,9	5,9	0,1	2,8	3,6
<b>INFLACIÓN</b>							
<b>Mundial</b>	4,2	3,7	4,7	8,7	6,8	5,7	4,3
<b>Países desarrollados</b>	2,1	1,5	3,1	7,3	4,6	2,7	2,1
Estados Unidos	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	2,9	2,0
Eurozona	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,2
Alemania	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,2
Francia	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,5	2,0
Italia	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	1,3	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
España	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Japón	-0,3	0,4	-0,2	2,5	3,3	2,0	1,5
Reino Unido	1,6	2,2	2,6	9,1	7,3	2,6	2,3
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,7	5,5	5,9	9,8	8,3	7,9	5,7
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,4	1,4
India	4,6	7,2	5,1	6,7	5,7	4,8	4,6
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,6	4,3	3,7
México	5,2	4,1	5,7	7,9	5,5	4,5	3,9
Rusia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,9	6,6	4,5
Turquía	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polonia	3,5	2,1	5,2	13,2	10,8	4,1	4,6

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

### Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	3,7	-0,9	7,2	4,9	1,7	2,5	2,5
Consumo de las AA. PP.	4,5	1,1	3,6	0,6	5,2	3,6	1,6
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,8	2,6	3,3	2,1	2,7	3,4
Bienes de equipo	4,9	-0,9	3,3	2,9	1,1	1,8	4,3
Construcción	5,7	-3,0	0,5	2,2	3,0	3,5	3,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,9	6,9	3,9	1,7	2,4	2,4
Exportación de bienes y servicios	4,7	1,1	13,4	14,3	2,8	3,0	2,3
Importación de bienes y servicios	7,0	-1,0	15,0	7,7	0,3	1,9	2,8
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>6,7</b>	<b>6,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	3,2	-1,0	7,3	4,1	3,2	2,3	2,1
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,2	14,9	13,0	12,2	11,6	11,2
Índice de precios de consumo	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Costes laborales unitarios	3,1	1,2	1,2	1,9	6,1	4,5	3,3
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,8	-0,2	0,8	0,4	2,7	3,1	3,1
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,1	0,3	1,6	1,1	3,6	4,1	4,1
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,3	-6,8	-6,7	-4,6	-3,5	-3,0	-2,6

Nota: 1. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

■ Previsiones

### Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	1,7	-0,1	4,9	5,6	2,0	2,2	1,7
Consumo de las AA. PP.	2,2	-0,2	3,8	1,7	0,6	1,0	0,8
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,8	7,8	3,3	3,6	1,3	5,7
Bienes de equipo	3,4	2,3	16,0	7,2	5,7	-	-
Construcción	-1,3	-2,2	6,6	0,9	1,3	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	5,0	1,7	1,8	2,3
Exportación de bienes y servicios	5,2	2,3	12,0	17,2	3,5	4,2	5,0
Importación de bienes y servicios	3,6	1,6	12,3	11,3	1,7	4,6	5,0
<b>Producto interior bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>5,6</b>	<b>7,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	0,4	-0,6	2,2	3,3	2,3	0,9	1,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,1	6,7	6,1	6,5	6,5	6,4
Índice de precios de consumo	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,2	1,4	1,2	1,4
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,2	2,7	2,8	3,1
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,2	-2,8	-0,3	1,2	0,5	0,3

■ Previsiones



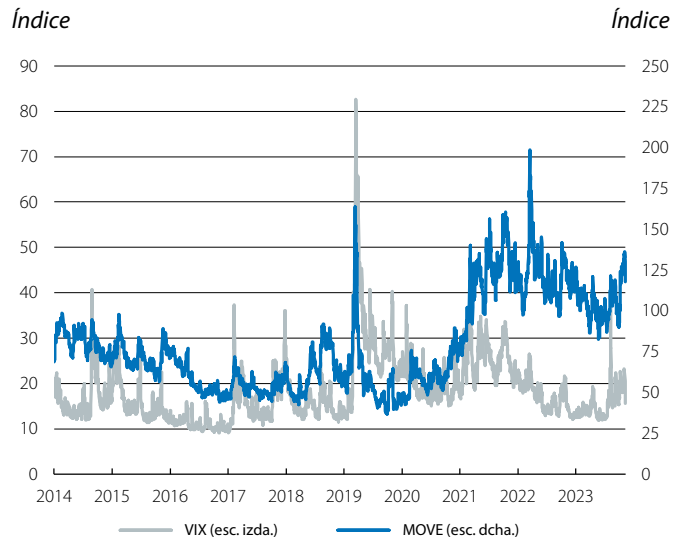
## Los mercados, a la expectativa del dúo bancos centrales y elecciones EE. UU.

**Sentimiento de menos a más en EE. UU., y algo dubitativo en el resto del mundo.** Con la mirada puesta en las elecciones presidenciales de EE. UU y los próximos pasos de los bancos centrales, los inversores a nivel mundial pasaron el mes de octubre navegando aguas removidas. En EE. UU., la incertidumbre electoral de octubre se combinó con datos económicos que señalaban un dinamismo notable de la actividad americana. Esto llevó a los inversores a esperar una Fed algo menos acomodaticia y algo más cauta en el proceso de recorte de tipos, un ajuste de expectativas que, sumado a un ligero aumento del riesgo de inflación, se tradujo en un repunte marcado de la curva de tipos soberanos y ejerció un lastre sobre los principales índices bursátiles. En la eurozona, los datos macroeconómicos y el reconocimiento explícito por parte del BCE de la debilidad de la actividad a corto plazo pesaron en el sentimiento, que además no fue inmune a los movimientos al otro lado del Atlántico. Por su parte, en China, la falta de concreción sobre los planes de estímulo dejó a los inversores con un menor apetito por los activos de riesgo del país. En este contexto de sentimiento inversor dubitativo, apareció como nuevo catalizador la contundente victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales americanas, que despertó el apetito por los activos de riesgo en EE. UU., con notables rebotes en bolsa y más fortaleza del dólar. Aunque hubo un cierto arrastre al alza sobre el resto de activos de riesgo a nivel global, su comportamiento fue más mixto ante la preocupación de los inversores sobre los conflictos comerciales y una mayor incertidumbre.

**Los bancos centrales avanzan en la distensión monetaria «gradual».** El BCE recortó los tipos de interés en 25 p. b. por tercera vez desde junio llevando el tipo *depo* hasta el 3,25%. Este recorte, acordado por unanimidad, fue acompañado de un cierto cambio de tono en la visión del escenario económico, viendo el BCE una mayor debilidad en la actividad económica pero, en positivo, con más confianza para doblegar definitivamente la inflación. Al BCE le siguió el Banco de Inglaterra, con un recorte de 25 p. b. del tipo oficial hasta el 4,75%, a la vez que el gobernador Bailey reiteraba la intención de mantener una estrategia de gradualidad. Para cerrar el ciclo de reuniones, la Fed también bajó los tipos en 25 p. b. llevando el *fed funds* al rango de 4,50-4,75% tras haber iniciado la distensión monetaria con una primera bajada en septiembre de 50 p. b. El tono de la Fed fue cauteloso, remarcando que la solidez de la economía le permite mover ficha gradualmente y sin prisa hacia un nivel neutral de tipos de interés.

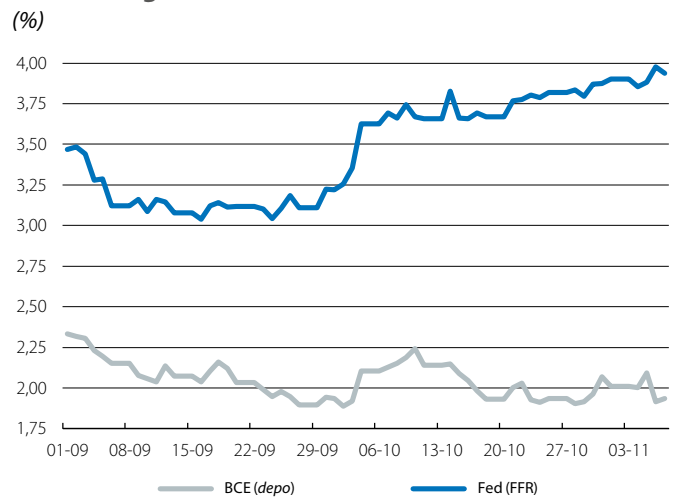
**Los mercados descuentan ritmos de bajadas diferentes para el BCE y la Fed.** Dado el contexto económico de la eurozona (véase la coyuntura de Economía Internacional), los mercados de futuros monetarios pasaron a anticipar un BCE algo más acomodaticio de lo que esperaban hace unos meses, mientras que, en EE. UU., el contexto económico más dinámico impulsó un reajuste de expectativas hacia una Fed más cauta en su bajada de tipos. Así, los mercados se movieron hasta descontar un nivel de llegada para mediados de 2025 del *depo* en el 2%

### Volatilidad en los mercados financieros



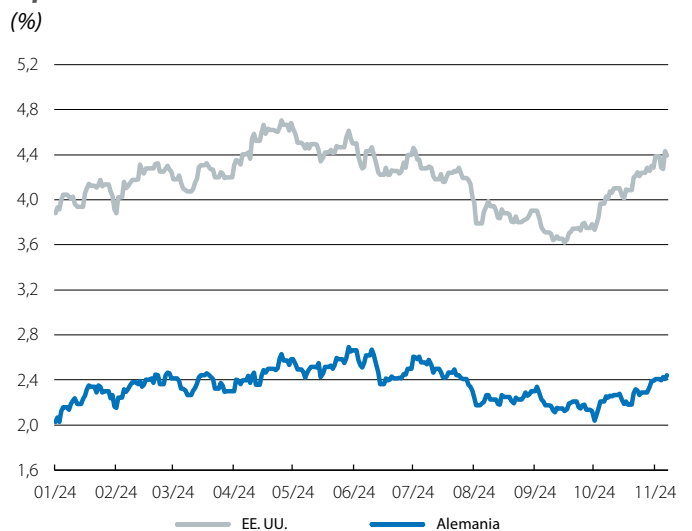
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Tipos de interés oficiales esperados para junio de 2025 según los mercados financieros



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Tipos de interés soberanos a 10 años



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

(vs. 2,25% a la vuelta del verano), y del *fed funds* en el rango de 3,75%-4,00% (3,00%-3,25% hace un mes). Este reajuste de hasta 75 p. b. en EE. UU. estuvo acompañado de un repunte significativo de las rentabilidades de los *treasuries* a lo largo de toda la curva (+50 p. b.), con la referencia a 10 años alcanzando niveles de 4,40% (no vistos desde junio de 2024). Parte de ese repunte se debió a la expectativa de una mayor inflación futura ante una victoria de Donald Trump, en vista de algunas de sus principales medidas anunciadas en campaña. Los tipos soberanos de la eurozona no fueron inmunes a sus pares estadounidenses, y pese a las expectativas de política monetaria más acomodaticia, los tipos soberanos de Alemania a 10 años subieron alrededor de 30 p. b. desde inicios de octubre al cierre de esta publicación, mientras que los tipos de la periferia aumentaron cerca de 20 p. b.

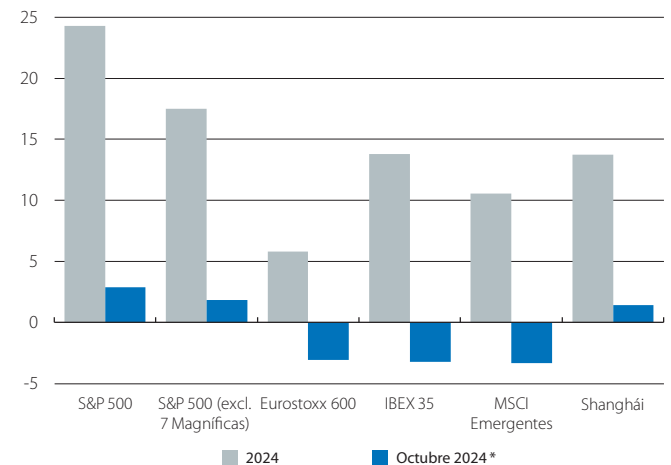
**Mayor volatilidad y divergencia regional en las bolsas.** La incertidumbre electoral y los elevados tipos de interés afectaron negativamente a las bolsas de las principales economías desarrolladas durante gran parte de octubre. A su vez, los mercados emergentes enfrentaron un factor adicional de volatilidad debido a la incertidumbre en torno a las políticas de estímulo económico en China. Al cierre de octubre, los principales índices bursátiles registraban pérdidas generalizadas. Sin embargo, tras la victoria de Trump, el llamado *Trump trade* impulsó una recuperación en los índices estadounidenses, que revirtieron su tendencia. El S&P 500 y el Nasdaq repuntaron hasta un 4% en los dos días posteriores a las elecciones, alcanzando nuevos máximos históricos. Aunque la subida fue amplia, los sectores con mayor expectativa de beneficio bajo las políticas de la Administración Trump, como energía e industriales, lideraron las ganancias. En contraste, el *Trump trade* tuvo un efecto más mixto en el resto de los mercados globales. Las bolsas de la eurozona reaccionaron inicialmente a la baja (si bien recuperaron terreno en las siguientes sesiones), reflejando la sensibilidad de la economía europea, fuertemente exportadora y aún muy expuesta a China, ante un posible entorno de relaciones comerciales restrictivas. Las mayores pérdidas se concentraron en compañías con alta exposición a los aranceles, como las automotrices alemanas, y en bancos españoles, dada la significativa exposición de este sector a Latinoamérica, especialmente a México.

**El dólar se refuerza, apoyado en los diferenciales de tipos.** El dólar se apreció más de un 3% (desde inicios de octubre hasta el cierre de esta publicación) frente a sus principales contrapartes de las economías desarrolladas. Respecto al conjunto de divisas emergentes (índice EMCI de JP Morgan), el dólar se fortaleció más de un 1% desde las elecciones estadounidenses, especialmente frente al peso mexicano, aunque no llegó a deshacer la apreciación de más del 3% que acumulaba la cesta de divisas en octubre. Frente al euro, el dólar cotizó en una banda estrecha de 1,08 y 1,09 desde principios de octubre, y llegó a 1,07 tras el resultado electoral estadounidense.

**Tono mixto entre las materias primas.** El precio del petróleo se mantuvo relativamente moderado y el barril de Brent fluctuó alrededor de los 75 dólares, en un entorno de mayor oferta y revisiones a la baja de la demanda y a pesar de la presión de los conflictos geopolíticos. Entre el resto de materias primas, el gas natural TTF subió moderadamente por encima de los 40 euros, mientras que los índices de productos agrícolas y metales industriales disminuyeron respecto a finales de septiembre.

**Bolsas internacionales**

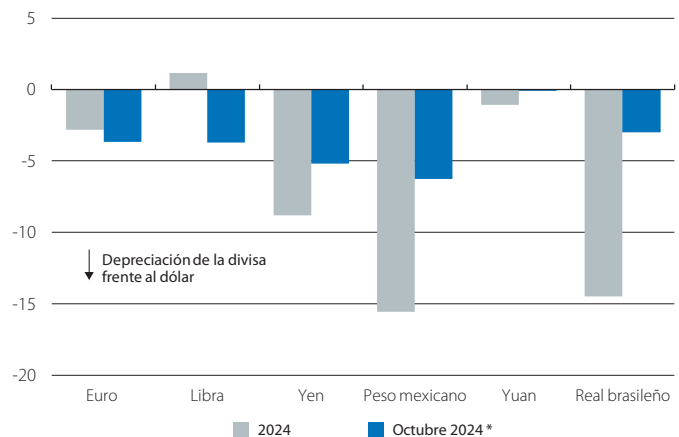
Variación acumulada en el periodo (%)



*Nota:* \* Variación de todo octubre hasta el 6 de noviembre.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Divisas internacionales frente al dólar estadounidense**

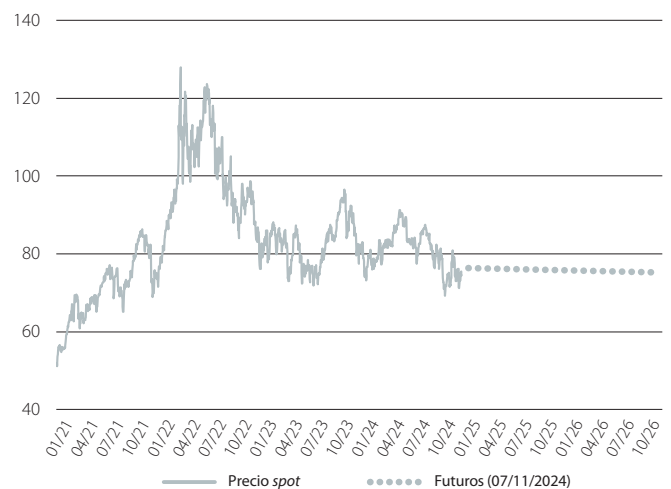
Variación acumulada en el periodo (%)



*Nota:* \* Variación de todo octubre hasta el 6 de noviembre.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Precio del barril de Brent**

(Dólar/barril)



*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

## Balances: la normalización no tan visible de la política monetaria

2025 debería ser el año de la distensión de la política monetaria, con el BCE y la Fed llevando sus tipos de interés hacia niveles neutrales (alrededor del 2% y 3%, respectivamente).<sup>1</sup> Estas bajadas de tipos irán acompañadas de otra normalización menos visible: la reducción de unos balances que crecieron exponencialmente en los últimos 15 años.

### ¿Qué está pasando?

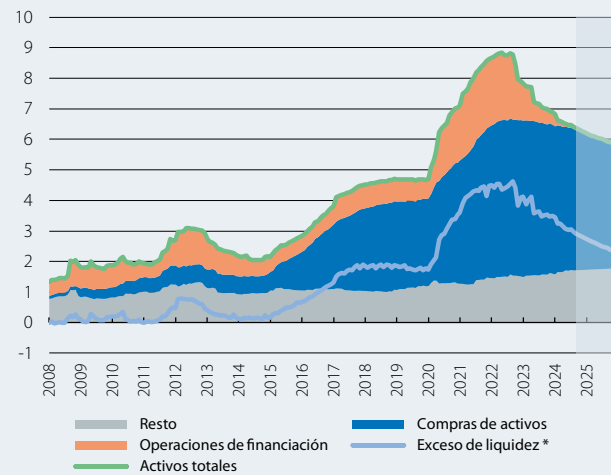
Los balances del BCE y la Fed tocaron techo a mediados de 2022, alcanzando casi el 65% y 35% de los respectivos PIB. Tan pronto llegaron a estos máximos, la crisis inflacionista hizo que ambos bancos centrales terminaran las compras de activos con las que habían estimulado la economía y empezaran a achicar sus balances. Esta reducción ha cogido velocidad y estimamos que, a finales de 2024, los balances del BCE y la Fed habrán disminuido en un 30% y 20%, respectivamente.

A ambos lados del Atlántico, la contracción de los balances se ha vehiculado con una estrategia pasiva que consiste en no renovar los activos que vencen (pero sin vender activos antes de su vencimiento).<sup>2</sup> Hasta el momento, los mercados lo han digerido bien, sin disfunciones ni turbulencias y sin comprometer la distensión monetaria iniciada con las últimas bajadas de tipos. En el caso del BCE, la reducción empezó con el fin de las TLTRO-III, unas inyecciones de liquidez al sistema bancario ofrecidas entre 2019 y 2021 y que fueron venciendo entre 2021 y 2024.<sup>3</sup> En

1. Véase el artículo «Política monetaria 2025: la hora de la distensión» en el Dossier de este mismo Informe Mensual.  
 2. Ihrig, J., Mize, L. y Weinbach, G. C. (2017). «How does the Fed Adjust its Securities Holdings and Who is Affected?», Finance and Economics Discussion Series 2017-099, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, explican detalladamente la operativa. En el caso de la Fed, cuando le vence un bono del Tesoro de 100 \$, en el balance de la Fed los activos disminuyen en 100 \$ (en concreto, se reduce la partida «tenencias de activos de la Reserva Federal»). La Fed no recibe entonces un ingreso de 100 \$ en efectivo, sino que en la parte de los pasivos la Fed ve disminuido en 100 \$ el saldo de la cuenta del Tesoro de EE. UU. (el Tesoro posee una cuenta en la Fed, donde puede depositar recursos para gestionar transacciones relacionadas con impuestos, emisión y pagos de bonos soberanos, etc.). Si la Fed quisiera que este vencimiento de 100 \$ no afectara al tamaño de su balance, podría reinvertir esos 100 \$ en la compra de un nuevo bono, que volvería a elevar en 100 \$ tanto las tenencias de activos (por el lado del activo) como el saldo de la cuenta del Tesoro (por el lado del pasivo).  
 3. Las TLTRO-III llegaron a más de 2 billones de euros. La última que queda, con apenas 29.000 millones, vence en diciembre de 2024.  
 4. Inicialmente, cuando un bono en cartera vencía, el BCE destinaba el 100% del principal ingresado a nuevas compras, manteniendo estable el tamaño de la cartera de bonos. Entre marzo y junio de 2023, el BCE reinvertió solo 15.000 millones de euros mensuales (vs. vencimientos promedio de 32.640 millones), y desde julio de 2023 no ha reinvertido nada de los 376.800 millones vencidos.  
 5. El BCE mantuvo el 100% de las reinversiones hasta junio de 2024. En julio, empezó a dejar vencer sin reinvertir unos 7.500 millones de euros mensuales, y cesará toda reinversión a finales de 2024.

### BCE: activos totales en balance

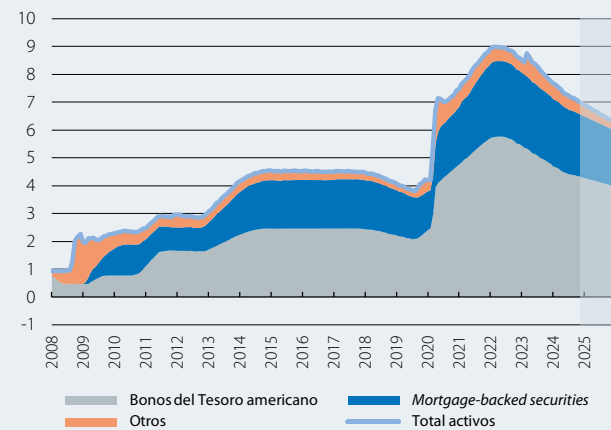
(Billones de euros)



Nota: \* Depósitos en la facilidad de depósitos menos uso de la facilidad marginal de crédito.  
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y de previsiones propias.

### Fed: activos totales en balance

(Billones de dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed y de previsiones propias.

2023, el proceso se aceleró con el fin de las reinversiones del APP, el primer gran programa de compras de activos lanzado en 2015 y cuya cartera llegó a casi 3,5 billones de euros: su reducción empezó con reinversiones parciales en marzo de 2023, y sigue desde julio de 2023 de manera pasiva con cero reinversiones.<sup>4</sup> Finalmente, la reducción de balance alcanzó su velocidad de crucero con el fin de las reinversiones del PEPP en 2024, el programa de compras asociado a la pandemia y que llegó a sumar 1,7 billones de euros.<sup>5</sup> Con las TLTRO-III ya terminadas, y el APP y PEPP disminuyendo de manera pasiva, el balance del BCE seguirá reduciéndose en 2025, cuando estimamos que podría situarse alrededor del 40% del PIB.

En el caso de la Fed, la reducción empezó en junio de 2022, cuando dejó de reinvertir los bonos del Tesoro y los

*mortgage-backed securities* (MBS, valores respaldados por hipotecas) que vencen cada mes, con un máximo inicial de no-reinversiones de 47.500 millones de dólares mensuales (30.000 en bonos del Tesoro y 17.500 en MBS). La reducción aceleró en septiembre de 2022 a un máximo de 95.000 millones mensuales (60.000 en bonos y 35.000 en MBS),<sup>6</sup> para finalmente, en junio de 2024, bajar el ritmo hasta los 60.000 millones (25.000 en bonos y 35.000 de MBS). Este proceso ha permitido a la Fed reducir sus tenencias de bonos del Tesoro en 1,4 billones y de MBS en 0,4 billones, hasta los 4,4 y 2,3 billones de dólares, respectivamente. En 2025, prevemos que la Fed mantenga un ritmo parecido<sup>7</sup> y que, a finales del próximo año, el balance se sitúe alrededor del 25% del PIB.

**¿Qué desafíos hay?**

Las reducciones de balance que prevemos son graduales y los activos totales en manos de la Fed y el BCE seguirán claramente por encima de sus registros prepandemia. Sin embargo, esto no significa que no haya desafíos.

Uno de los interrogantes es la relación entre el tamaño del balance de los bancos centrales y la abundancia y distribución de la liquidez en el sistema financiero. En Europa, la reducción del balance del BCE todavía nos dejará con un amplio exceso de liquidez.<sup>8</sup> Además, anticipándose a la reducción de la liquidez que, aunque no en 2025 pero sí más adelante, se irá haciendo progresivamente visible, el propio BCE ha revisado su marco operacional para evitar que la disminución de la liquidez genere problemas a futuro.<sup>9</sup>

En cambio, en EE. UU. la situación es más incierta. El objetivo de la Fed es un sistema de reservas «amplias», no tan abundantes como en el pasado, pero suficientes para que el sistema financiero pueda operar sin restricciones de liquidez y para que el tipo *fed funds* no sea materialmente sensible a cambios del día a día en el total de reservas. Este nivel de equilibrio es difícil de estimar. Por un lado, las reservas han disminuido hasta el 14% del PIB (frente a un máximo del 20% en 2021), y desde la Fed han sugerido que unas reservas del 10%-11%<sup>10</sup> serían un buen punto de llegada, por lo que todavía quedaría camino por recorrer en la reducción del balance. Así lo sugiere también un

6. A la práctica, la reducción de MBS fue menor, con vencimientos de 17.000 millones mensuales.

7. Promedio de 25.000 millones en *treasuries* y 17.000 millones en MBS.

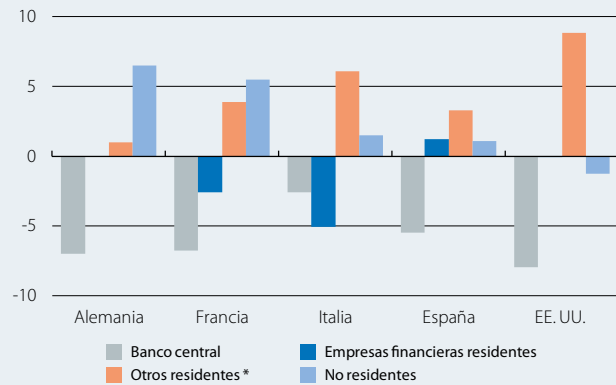
8. Trasladando la reducción de APP y PEPP al exceso de liquidez, este terminaría 2025 en los 2,4 billones de euros. Históricamente, no ha sido hasta cifras inferiores a los 350.000 millones que han aparecido señales de baja liquidez (por ejemplo, el tipo interbancario a 1 día despegándose del tipo de la facilidad de depósitos).

9. Véase el Focus «El BCE, a revisión» en el IM12/2023. En marzo de 2024 el BCE oficializó un sistema de liquidez a demanda que compatibilice una liquidez abundante y bien distribuida con una menor huella del banco central en los mercados.

10. Waller, C. «A Conversation with Federal Reserve Governor Christopher Waller». The Brookings Institute, 2024.

**Tenedores de deuda del Gobierno general**

Variación de la cuota (sobre el total de deuda) entre el 2T 2022 y el 2T 2024 (p. p.)



**Nota:** \* Incluye hogares, empresas no financieras y Administraciones públicas.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de las agencias del Tesoro de Alemania, Francia, España, EE. UU., Banca d'Italia y BCE.

indicador de la Fed de Nueva York,<sup>11</sup> que estima la sensibilidad del *fed funds* a cambios en las reservas y todavía sitúa esa sensibilidad en prácticamente cero. Pero, por otro lado, han aparecido fricciones en los mercados monetarios, como el repunte del SOFR,<sup>12</sup> en un solo día de septiembre, en más de 20 p. b., sugiriendo que quizás la liquidez sea menos abundante de lo que podría parecer.

Por último, la retirada de las compras de activos de los bancos centrales elimina un importante comprador de bonos en los mercados secundarios. En los últimos dos años, la caída de las tenencias de deuda del BCE y la Fed ha sido significativa, pero, a la vez, ha quedado bien suplida por la demanda de inversores privados. Esta buena dinámica debería continuar en 2025, a pesar de que, como muestra la comparativa con las emisiones de deuda previstas, las compras que dejarán de hacer la Fed y el BCE son significativas (véase el último gráfico).

En definitiva, en 2025 deberían coexistir una reducción progresiva de los tipos de interés de referencia de la Fed y el BCE (provocando una distensión monetaria) con la disminución suave del tamaño de sus balances y del exceso de liquidez. La reducción de los balances ayuda a achicar la huella de ambos bancos centrales en los mercados financieros<sup>13</sup> y va mitigando la exposición de la Fed y el BCE a riesgos de crédito y duración. Asimismo, aunque los aumentos de balance eran una medida de estímulo, su reducción en 2025 y los años venideros no debería

11. Véase Afonso, G., Giannone, D., La Spada, G. y Williams, J. C. (2022, revisado en 2024). «Scarce, abundant, or ample? A time-varying model of the reserve demand curve». Staff Report n.º 1019, Reserva Federal del Banco de Nueva York.

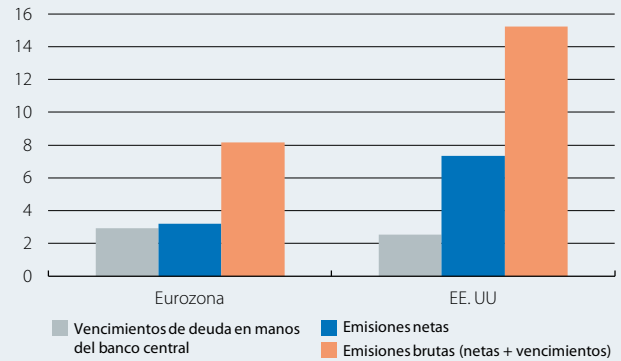
12. Es el tipo de interés al que bancos y otras instituciones financieras se financian *overnight* y, por tanto, una medida de cuán restrictivas son las condiciones monetarias.

13. Esto también ayuda a aliviar problemas de escasez de colateral, mejorando el funcionamiento de mercados como los *repo*, y reaviva los mercados de financiación.

ejercer una restricción monetaria que interfiera con las bajadas de tipos y lastre la economía. En primer lugar, la reducción de balance a lo largo de 2022, 2023 y 2024 se ha digerido bien, y en estos años los mercados financieros han tomado los tipos de referencia de la Fed y el BCE (y no sus balances) como la herramienta conductora de la política monetaria. Y, en segundo lugar, hay distintas razones por las que la reducción y el aumento del balance no tienen efectos simétricos: (i) los aumentos de balance se producen en tiempos turbulentos y de disrupción en el funcionamiento de los mercados, mientras que la reducción se realiza en un escenario económico más sólido, (ii) los incrementos de balance sirven para que, en esos momentos turbulentos, el banco central señalice su compromiso con una política monetaria acomodaticia por un buen tiempo, mientras que, en la fase de disminución del balance, la Fed y el BCE han desvinculado la evolución del balance de la de los tipos, y (iii) los aumentos de balance son rápidos y agresivos, pero su reducción es lenta y gradual, como muestran las proyecciones presentadas en este artículo.

**Bonos soberanos: vencimientos y emisiones en 2025**

(% de PIB)



**Notas:** Las emisiones netas se aproximan con la previsión de déficit público del FMI para 2025. Las emisiones para renovar vencimientos se aproximan a partir del stock total de deuda y su vida media.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, octubre de 2024), del BCE, de la Agencia del Tesoro de EE. UU. y de la Fed.

**Tipos de interés (%)**

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	3,40	3,65	-25	-110,0	-110,0
Euríbor 3 meses	3,06	3,28	-22	-84,7	-91,1
Euríbor 12 meses	2,55	2,75	-20	-96,6	-148,0
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,47	2,47	0	-79,6	-117,3
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,28	2,07	21	-12,3	-73,4
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,39	2,12	27	36,6	-22,7
Deuda pública a 10 años (España)	3,10	2,93	17	10,2	-56,8
Deuda pública a 10 años (Portugal)	2,80	2,70	10	14,4	-56,2
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite superior)	5,00	5,00	0	-50,0	-50,0
SOFR 3 meses	4,56	4,59	-3	-77,2	-81,0
Deuda pública a 1 año	4,27	4,00	27	-49,3	-106,4
Deuda pública a 2 años	4,17	3,64	53	-8,0	-76,2
Deuda pública a 10 años	4,28	3,78	50	40,5	-20,8

**Spreads de deuda corporativa (p. b.)**

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	59	59	0	0,1	-17,6
Itraxx Financiero Sénior	65	67	-2	-1,6	-22,4
Itraxx Financiero Subordinado	116	121	-5	-6,6	-46,1

**Tipos de cambio**

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,088	1,114	-2,3	-1,4	1,6
EUR/JPY (yenes por euro)	165,480	159,940	3,5	6,3	2,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,844	0,833	1,3	-2,7	-3,2
USD/JPY (yenes por dólar)	152,030	143,630	5,8	7,8	0,7

**Materias primas**

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	534,4	540,3	-1,1	4,7	-0,1
Brent (\$/barril)	73,2	71,8	1,9	-5,0	-8,0
Oro (\$/onza)	2.744,0	2.634,6	4,2	33,0	40,7

**Renta variable**

	31-octubre	30-septiembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	5.705,5	5.762,5	-1,0	19,6	30,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.827,6	5.000,5	-3,5	6,8	15,5
Ibex 35 (España)	11.672,6	11.877,3	-1,7	15,5	25,7
PSI 20 (Portugal)	6.532,8	6.792,9	-3,8	2,1	4,8
Nikkei 225 (Japón)	39.081,3	37.919,6	3,1	16,8	21,5
MSCI emergentes	1.119,5	1.170,9	-4,4	9,4	16,9

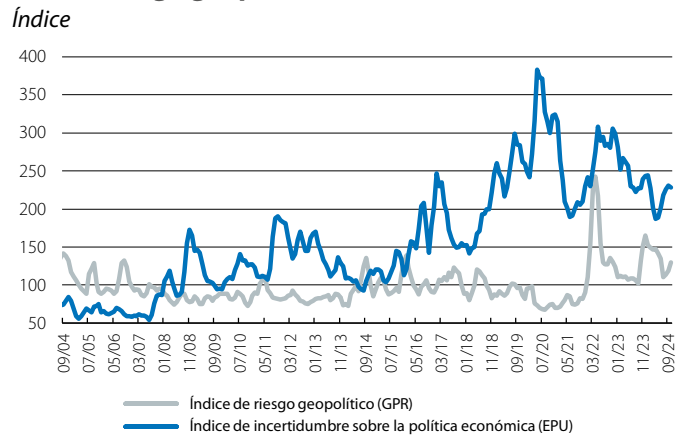
## Momentos de incertidumbre en la economía internacional

**Perspectivas económicas estables pero con riesgos crecientes.** En su informe de otoño, el FMI ha remarcado un entorno de continuidad en el crecimiento, con un desvanecimiento de los desequilibrios entre oferta y demanda que permite un descenso gradual de la inflación sin una corrección intensa de la actividad y del empleo. En este contexto económico favorable, destacan las diferencias significativas de crecimiento entre regiones y un considerable mapa de riesgos a la baja. Por un lado, la fortaleza persistente de la economía estadounidense y el buen comportamiento de las economías asiáticas emergentes (excluida China) contrasta con la debilidad de China, de las grandes economías europeas y de las más dependientes de las exportaciones de petróleo. Por otro lado, el Fondo señala como principales focos de peligro la posibilidad de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros, resistencias en el proceso desinflationista, el incremento de las tensiones sociales, o el recrudecimiento del proteccionismo (un riesgo que se acentúa con la agenda económica propuesta por el presidente electo en EE. UU., Donald Trump). En particular, el FMI estima que un escenario de aumento de aranceles generalizado, de mayor incertidumbre y menores flujos migratorios podría restar alrededor de un 1% del PIB mundial entre 2025 y 2026.

**Riesgo geopolítico, incertidumbre y falta de confianza.** En un entorno de riesgo geopolítico elevado, y también de incertidumbre con respecto al rumbo de la política económica a nivel global, la confianza sigue siendo el talón de Aquiles en las mayores economías. Si bien, en los casos de la economía europea y de China, el deterioro de los indicadores de confianza se observa en un entorno de enfriamiento de la actividad económica, el caso de EE. UU. ofrece un ejemplo claro de cómo la (falta de) confianza, a nivel global, puede tener una raíz más fundamental –y eventualmente frenar la economía– mientras el riesgo percibido y la incertidumbre permanezcan en niveles elevados. Asimismo, el Informe Global de Estabilidad Financiera del FMI señaló el entorno de elevada incertidumbre como un riesgo adicional a la estabilidad macrofinanciera y que puede retrasar decisiones de consumo e inversión. En este sentido, en EE. UU. el indicador de confianza publicado por la Universidad de Michigan muestra una mejora en los últimos meses y se ha situado en los 70,5 puntos en octubre, aunque todavía muy por debajo de su promedio histórico (cerca de los 85 puntos). En el caso de China, la confianza de los consumidores se mantiene cercana a mínimos históricos (en los 85 puntos, frente a un promedio histórico de 108 puntos). En la eurozona, el índice de confianza de los consumidores se ha situado en -11,2 puntos en octubre, confirmando la tendencia de mejora de los meses anteriores, pero todavía por debajo de su promedio histórico (cerca a los -10 puntos). Por su parte, el indicador de sentimiento ESI, publicado por la Comisión Europea, volvió a caer en octubre (hasta los 95,6 puntos) y se mantiene también por debajo de su promedio histórico desde julio de 2022.

**El 3T en el radar: no landing en EE. UU. mientras la eurozona y China siguen sin despegar.** En el 3T, sorpresas al alza con la publicación de los PIB en las mayores economías. La economía de la eurozona sorprendió al avanzar un 0,4% intertrimestral, tras un crecimiento modesto del 0,2% en el 2T. Sin embargo, con la excepción de España, que registró un notable avance del 0,8% intertrimestral, la imagen de fondo es de práctico estancamiento entre las grandes economías europeas. Alemania sorprendió

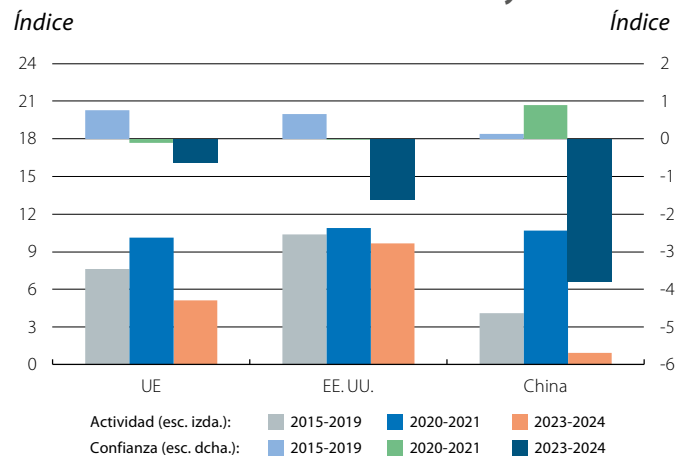
### Global: riesgo geopolítico e incertidumbre



**Nota:** Los índices se construyen a partir de artículos de periódicos, mediante la búsqueda de palabras relacionadas con riesgo geopolítico e incertidumbre sobre las políticas económicas. Ambos índices tienen base 100, correspondiente al promedio del periodo 1985-2019 (GPR) y 1997-2015 (EPU). Se muestran los promedios de 3 meses.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Baker, S. R., Bloom, N. y J. Davis, S. (EPU) y Caldara, Dario y Matteo Iacoviello (GPR) (descargados desde <https://www.policyuncertainty.com/index.html>).

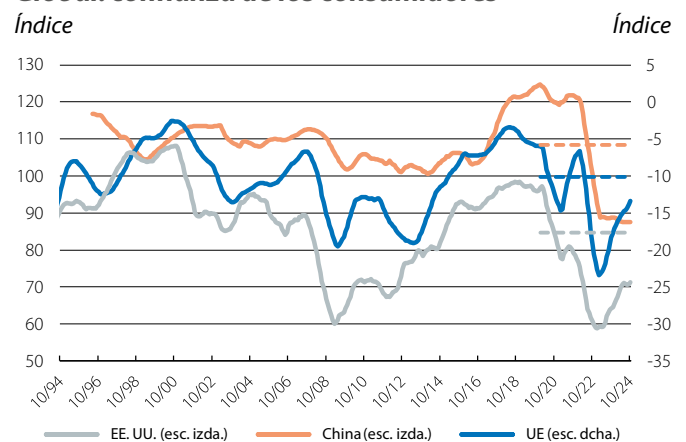
### Global: indicadores TIGER de actividad y confianza



**Nota:** Los índices TIGER utilizan un método estadístico (análisis de componentes principales, o PCA) para extraer indicadores que capturen tendencias comunes en grandes conjuntos de datos.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Brookings Institution (descargados desde <https://www.brookings.edu/articles/october-2024-update-to-tiger-calm-on-the-surface-turbulence-beneath/>).

### Global: confianza de los consumidores



**Nota:** En el gráfico, las líneas rectas discontinuas muestran el promedio histórico de cada serie. Para EE. UU., el índice de sentimiento de la Universidad de Michigan tiene base 100 en 1966. Para China, se utiliza el índice de confianza publicado por la Oficina Nacional de Estadísticas de China, con base 100 en 1997. Para la UE, el índice de confianza del consumidor de la Comisión Europea tiene un promedio histórico (1985-2024) cercano a los -10 puntos (correspondiente al balance, en p. p., de las respuestas de una muestra de hogares europeos a preguntas sobre la situación financiera personal y general).

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Universidad de Michigan, de la Oficina Nacional de Estadísticas de China y de la Comisión Europea.

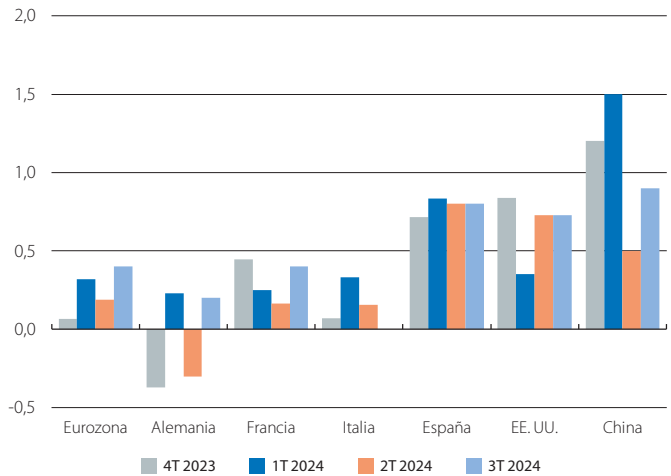
positivamente al avanzar un 0,2% intertrimestral (pero retrocedió un 0,3% en el 2T, revisados 0,2 p. p. a la baja con respecto a la primera estimación). Francia creció un 0,4% intertrimestral (frente a un 0,2% intertrimestral en el 2T), un resultado que se puede explicar por el efecto de los Juegos Olímpicos de París. Por su parte, Italia decepcionó al quedarse estancada en el 3T. Las cifras para la eurozona, además, se vieron afectadas por la volatilidad de los datos de Irlanda, que creció un 2,0% intertrimestral (vs. -1,0% intertrimestral en el 2T). Al otro lado del Atlántico, la economía de EE. UU. mantuvo un crecimiento robusto en el 3T (creció un 0,7% intertrimestral, igual que en el 3T), empujada por la fortaleza del consumo privado, mientras que la inversión se ralentizó, lastrada por una caída en el sector residencial. Por su parte, la economía china registró un crecimiento intertrimestral del 0,9% en el 3T (vs. 0,5% en el 2T). Pese a esta aceleración, el ritmo interanual observado en el 3T (4,6% vs. 4,7% anterior) es el más bajo desde el inicio de 2023. En un entorno en el que las presiones desinflacionistas se acumulan y la demanda interna muestra señales de debilidad, los estímulos fiscales anunciados recientemente por las autoridades chinas pueden dar algo de apoyo cíclico, pero no modifican sustancialmente las perspectivas económicas de fondo.

**Se mantiene la fortaleza de los servicios, sin señales de recuperación en las manufacturas.** En el arranque del 4T, los indicadores de sentimiento empresarial siguen reflejando una clara disparidad entre la eurozona y EE. UU., y la debilidad del sector manufacturero global frente a un sector servicios más resiliente. Así, el PMI compuesto de octubre para la eurozona se situó en los 50,0 puntos (49,6 en septiembre) y apunta a un estancamiento de la actividad. En EE. UU., el índice compuesto subió hasta los 54,3 puntos (54,0 en septiembre), en terreno expansivo y ofreciendo una señal más del dinamismo de la economía estadounidense. De ambos lados del Atlántico, el sector manufacturero sigue en un momento de atonía. En la eurozona, el PMI manufacturero llegó a los 46,0 puntos en octubre (45,0 anterior), mientras que las manufacturas estadounidenses, pese a alguna mejora (47,8 vs. 47,3), tampoco se acercan a terreno de crecimiento. Del lado del sector servicios, siguen en zona expansiva, aunque en la eurozona han perdido empuje (51,6 vs. 51,4), y en EE. UU. el índice sigue mostrando mayor vitalidad (55,3 vs. 55,2).

**Con la inflación cerca de los objetivos de los bancos centrales, la economía mundial «pivot» hacia viejos problemas.** En la eurozona, la inflación general llegó al 2,0% interanual en octubre (vs. 1,7% en septiembre), mientras que la núcleo se mantuvo estable en el 2,7%, un rebote que se explica principalmente por el aumento de precios en componentes más volátiles, como la energía y los alimentos, y que no contradice la dinámica desinflacionista de fondo. En EE. UU., la inflación general disminuyó 1 décima hasta el 2,4% en septiembre, mientras que la inflación núcleo se aceleró al 3,3% (vs. 3,2%), presionada por la persistencia de los servicios. En concreto, la inflación de servicios médicos y de transporte volvió a repuntar, tras varios meses de moderación, y el componente de viviendas *shelter*, que pesa más del 30% de la cesta, se ha moderado, pero sigue en niveles elevados (4,9% en septiembre vs. 5,2%). Ante una vuelta a la normalidad del lado de las principales variables macroeconómicas, el FMI sugiere la necesidad de un «triple pivote» en la política económica. La política monetaria debe pasar de restrictiva a neutral, la consolidación fiscal debe controlar las dinámicas de deuda y reconstruir «colchones» mientras se necesitan reformas para mejorar el crecimiento e impulsar la productividad.

**Global: PIB**

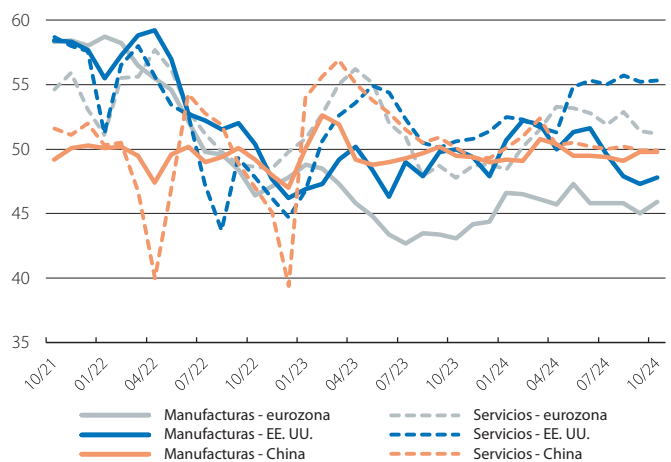
Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv y Bloomberg.

**Global: PMI**

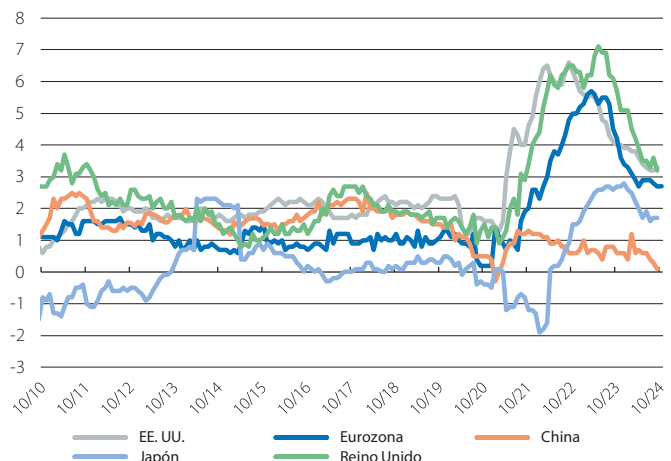
Índice



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global y la Oficina Nacional de Estadísticas de China, vía Bloomberg.

**Global: inflación núcleo**

Variación interanual (%)



Nota: La inflación núcleo excluye los precios de la energía y de los alimentos. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.



## Alemania: reinventarse ante una nueva realidad

Alemania, la mayor economía de la eurozona, atraviesa momentos difíciles y afronta unas débiles perspectivas de crecimiento. Durante muchos años, la buena marcha de su economía respondía al éxito de unas políticas orientadas a promover las pymes, a su capacidad para producir bienes de alta calidad (sobre todo automóviles), a un abastecimiento barato de energía y a una economía muy orientada a la exportación. Este modelo, sin embargo, se encuentra amenazado por la desaceleración del comercio mundial, las guerras arancelarias, el cambio de modelo energético y la irrupción de nuevos rivales. De hecho, Alemania fue la única economía del G7 que entró en recesión en 2023 y, dada la debilidad que viene mostrando en el año, no se puede descartar que también retroceda en 2024. Alemania fue durante la década de 2010-2019 una de las economías más dinámicas, con un crecimiento medio del 2,0%, pero desde 2020 se encuentra prácticamente estancada, y tan solo Estonia y Finlandia se han comportado peor en la eurozona. De hecho, en el 3T 2024, la economía germana apenas supera en un 0,2% su nivel pre-COVID, mientras que Francia ya se encuentra un 4,1% por encima del nivel del 4T 2019, Italia un 5,5% y España un 6,6%. Varios son los elementos que explican lo que está ocurriendo en Alemania.

### Dependencias y dependencias con rivalidad: el gas, China y el automóvil

Alemania ha sido una de las economías más afectadas por la guerra de Ucrania al perder su abastecimiento de gas natural ruso barato (más del 50% de sus importaciones de gas preguerra). El aumento de los costes de la energía (40 euros/kWh actualmente vs. menos de 20 euros/kWh en 2010-2020) ha puesto a su industria en una posición de desventaja respecto a la de otros países con mercados energéticos más diversificados. Además, la eliminación progresiva de la energía nuclear, en un marco de descarbonización de la economía y transición a energías renovables en medio de una crisis energética, aumentó todavía más los costes de las empresas. De este modo, las industrias más intensivas en el uso de energía<sup>1</sup> presentan un nivel de actividad casi un 15% inferior que antes de la guerra y algunas han trasladado parte de su producción fuera del país.

Además, durante la última década, Alemania ha desarrollado fuertes vínculos comerciales con China: es el cuarto mayor mercado para las exportaciones alemanas y el principal origen de todas sus importaciones. Pero la relación comercial con China ha evolucionado en el tiempo. Si en un primer momento Alemania importaba bienes intermedios, de capital y de consumo y exportaba productos fina-

1. Química y productos químicos, pasta de papel, papel e imprenta, minerales no metálicos y metales básicos, que representan más de un 15% del sector manufacturero, y algo menos del total de empleo.

### Alemania: PIB real

(Millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

les «garantía de calidad alemana» (coches, maquinaria, químicas...), ahora China no solo ya es capaz de producir buena parte de los bienes que antes adquiría de Alemania, si no que, en algunos casos, como en los automóviles, se ha convertido en un serio rival. En menos de seis años, China ha pasado de no tener apenas relevancia en el mercado global del automóvil a representar casi un 16% del total de las exportaciones de vehículos eléctricos o híbridos, y casi un 7% de las exportaciones de vehículos de combustión. En concreto, el número de vehículos exportados por China más que duplica a los exportados por Alemania en lo que va de 2024. Este despegue se ha producido, en gran parte, gracias a una estrategia de precios muy agresiva, sostenida por unas ayudas públicas y subvenciones del Gobierno chino a su industria muy abultadas y superiores a las aplicadas en otras economías industrializadas.

El aumento de las políticas proteccionistas y los cambios en las cadenas de oferta global obligados por la pandemia de COVID suponen un reto adicional para una economía tan orientada a la exportación como la alemana. Europa en general, y Alemania en particular, se están centrando en estrategias de *de-risking*,<sup>2</sup> lo que implica dificultades a corto plazo ante el replanteamiento de las cadenas de oferta para reducir su dependencia de las importaciones de China y buscar otros proveedores europeos y no europeos.

### Baja inversión pública y envejecimiento de la población

Por otro lado, Alemania presenta una deficiencia, casi estructural, de inversión pública. Pese a que ha subido en la última década, en 2024 se espera que la inversión bruta de capital fijo sea todavía inferior al 3,0% del PIB, situando a Alemania entre los tres registros más bajos de toda la UE.

2. Véase el Focus «¿Qué significará el de-risking para la UE?» en el IM11/2023.

Los sucesivos Gobiernos se han mostrado reacios a aumentar el gasto público y han buscado políticas compatibles con alcanzar una balanza fiscal con saldo positivo.<sup>3</sup> Tanto es así que en 2009 se modificó la constitución para incluir una regla fiscal, conocida como «freno de deuda», que limita el déficit estructural anual a un 0,35% del PIB, salvo que concurran circunstancias excepcionales. Este freno de deuda se interrumpió tras la irrupción de la COVID en 2020, y se prolongó al iniciarse la guerra en Ucrania, pero volvió a estar activo en 2024, lo que reduce notablemente el margen de maniobra para invertir en transición energética, digitalización y defensa.

Este compromiso con la ortodoxia fiscal ha permitido que Alemania disfrute de unas cuentas públicas saneadas: los déficits fiscales cumplen holgadamente con el objetivo del 3,0% del PIB y la deuda prácticamente se sitúa en el umbral del 60%. A esta sólida posición fiscal se suma el elevado ahorro que acumula el sector privado (más de un 28% del PIB), lo que contribuye a que desde 2002 la balanza por cuenta corriente registre superávit de forma ininterrumpida y actualmente sea el más elevado de la eurozona (y el segundo en términos de PIB), lo que representa un importante punto potencial de fricción con sus socios comerciales, en especial con EE. UU. Además, y tal como se señalaba en el informe Letta, este ahorro se va fuera del país, lo que ha llevado a Alemania a presentar una posición acreedora neta (activos financieros extranjeros en manos alemanas menos pasivos alemanes en manos de no residentes) del 70% de su PIB.

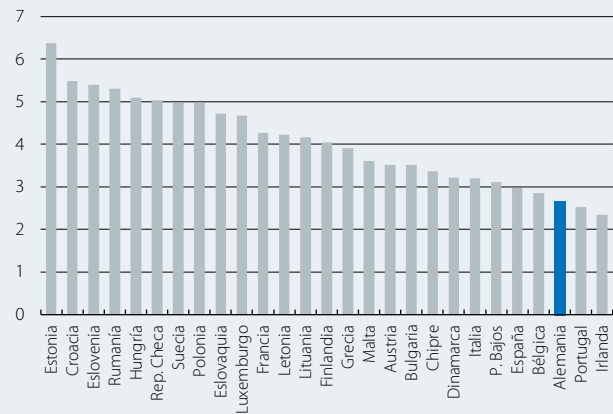
Por último, Alemania tiene un importante reto demográfico ya a corto plazo: según estimaciones de la Comisión Europea, la población en edad de trabajar (entre 20 y 64 años) caerá más de un 6% hasta 2035, casi el doble de lo previsto en Italia; y frente al aumento estimado de más del 3,0% y del 1,8% en Francia y España, respectivamente.<sup>4</sup> Esta caída de la población en edad de trabajar se intensificará en las décadas siguientes (también en el resto de la eurozona), añadiendo otro reto para elevar el crecimiento potencial de la economía a medio y largo plazo.

**Reformas en un entorno de oportunidades que brinda Europa**

Por tanto, Alemania necesita implementar una agenda ambiciosa de reformas económicas que le permita superar los importantes retos que afronta, y cuenta con importantes fortalezas para lograrlo. Alemania está en los puestos de cabeza de los rankings de clima empresarial, con unas instituciones sólidas y fiables y estabilidad política que favorecen la inversión empresarial. Su posición geográfica, en el centro de la UE, también le favorece y es la

**UE: FBKF pública**

(% del PIB en 2023)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

sede de conglomerados industriales clave (maquinaria, manufacturas, electrónica, química, automoción...).

Además, el momento histórico para iniciar estas reformas es favorable. De un lado, el endeudamiento de su sector privado es bastante reducido y su posición fiscal es muy robusta, lo que le permitiría diseñar una estrategia fiscal que asegure la sostenibilidad de las cuentas públicas a medio plazo, al tiempo que se lleve a cabo cierto ajuste de la cláusula de freno de deuda para poder aumentar el gasto público de forma más ágil.<sup>5</sup> Por otro, Europa se encuentra inmersa en un proceso de descarbonización y digitalización de su economía que tiene en los fondos NGEU su máximo exponente. Además, el informe Draghi incide en la necesidad de seguir avanzando en esta dirección y establece las bases para desarrollar una nueva política industrial a nivel europeo.<sup>6</sup>

Pese a las reticencias con las que fue recibido el informe Draghi, el Gobierno alemán es consciente de la delicada situación que atraviesa el país: el fabricante de coches alemán Volkswagen, tras publicar una caída de beneficios netos del 64% en el 3T, anunció, por primera vez en su historia, el cierre de tres plantas en suelo alemán. Para terminar de complicar el escenario, el Gobierno de coalición se ha roto a consecuencia de las notables divergencias existentes en temas clave sobre las propuestas para estimular la economía alemana y sobre los presupuestos de 2025 (todavía en trámite parlamentario). El canciller Scholz, tras anunciar la ruptura de la coalición, señaló que se someterá a una moción de censura el próximo 15 de enero, abriendo el camino a la convocatoria de elecciones anticipadas en marzo (actualmente programadas para el 25 de septiembre de 2025).

Rita Sánchez Soliva

3. A cierre de este informe, se conoció la intención del Gobierno alemán de moderar el crecimiento del gasto a un 2,25% en 2025 (3,75% en 2024), situando el déficit fiscal en el 1,75% del PIB (2,5% estimado para 2024).

4. Comisión Europea. 2024 Ageing Report.

5. Véase Galen Sher. «Options for Creating Fiscal Room for Investment and Other Spending Needs, Germany». IMF Selected Issues Paper (SIP/2024/034).

6. Véase el Focus «Draghi propone una política industrial europea como motor frente a los retos de las próximas décadas» en el IM10/2024.

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

## ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,5	2,9	3,2	2,9	3,0	2,7	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	8,6	5,3	5,0	2,9	3,4	3,5	3,5	3,7	...
Confianza del consumidor (valor)	104,5	105,4	102,7	106,3	98,9	102,2	105,6	99,2	108,7
Producción industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,5	0,0	–0,4	–0,2	–0,6	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,5	47,1	46,9	49,1	48,8	47,1	47,2	47,2	46,5
Viviendas iniciadas (miles)	1.552	1.421	1.481	1.407	1.340	1.326	1.361	1.354	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	307	312	322	325	329	...	332	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	3,6	3,7	3,8	4,0	4,2	4,2	4,1	4,1
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,0	60,3	60,3	60,2	60,1	60,1	60,0	60,2	60,0
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,8	–3,1	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–2,9	–3,0	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	8,0	4,1	3,2	3,2	3,2	2,6	2,5	2,4	...
Inflación núcleo	6,2	4,8	4,0	3,8	3,4	3,2	3,2	3,3	...

## JAPÓN

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Actividad</b>									
PIB real	1,2	1,7	0,9	–0,9	–1,0	...	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	32,2	35,2	36,5	38,9	37,0	36,8	36,7	36,9	36,2
Producción industrial	0,0	–1,4	–0,9	–4,3	–2,9	–1,9	–3,3	–2,0	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	13,0	11,0	13,0	13,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	2,4	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,1	–3,0	–1,8	–1,2	–1,0	...	–1,0	...	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	2,5	3,3	2,9	2,5	2,7	2,8	3,0	2,5	...
Inflación subyacente	1,1	3,9	3,9	3,2	2,2	2,0	2,1	2,0	...

## CHINA

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Actividad</b>									
PIB real	3,0	5,2	5,2	5,3	4,7	4,6	–	–	–
Ventas al por menor	–0,8	7,8	8,3	4,7	2,6	2,7	2,1	3,2	...
Producción industrial	3,4	4,6	6,0	5,8	5,9	5,0	4,5	5,4	...
PMI manufacturas (oficial)	49,1	49,9	49,3	49,7	49,8	49,4	49,1	49,8	50,1
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1,2</sup>	899	865	865	841	864	895	895	895	934
Exportaciones	7,1	–5,1	–3,3	–1,7	4,4	5,4	8,3	0,3	12,5
Importaciones	0,7	–5,5	0,9	1,6	2,5	2,5	0,4	0,2	–2,3
<b>Precios</b>									
Inflación general	2,0	0,2	–0,3	0,0	0,3	0,5	0,6	0,4	...
Tipo de interés de referencia <sup>3</sup>	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,1
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1

Notas: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.

## EUROZONA

## Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
Ventas al por menor (variación interanual)	1,4	-1,9	-0,7	-0,2	0,1	1,8	2,4	2,9	...
Producción industrial (variación interanual)	2,3	-2,1	-3,7	-4,8	-3,6	...	0,1	...	...
Confianza del consumidor	-21,9	-17,4	-16,7	-15,5	-14,3	-13,1	-13,4	-12,9	-12,5
Sentimiento económico	102,1	96,3	94,8	96,0	96,0	96,2	96,4	96,3	95,6
PMI manufacturas	52,1	45,0	43,9	46,4	46,3	45,5	45,8	45,0	46,0
PMI servicios	52,1	51,2	48,4	50,0	53,1	52,1	52,9	51,4	51,6
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) (variación interanual)	2,4	1,4	1,3	1,1	0,9	...	-	-	-
<b>Tasa de paro (% pobl. activa)</b>	6,8	6,6	6,5	6,5	6,4	6,3	6,3	6,3	...
Alemania (% pobl. activa)	3,1	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,3	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,6	...
Italia (% pobl. activa)	8,1	7,7	7,5	7,1	6,7	6,2	6,1	6,1	...
<b>PIB real (variación interanual)</b>	3,6	0,5	0,1	0,5	0,6	0,9	-	-	-
Alemania (variación interanual)	1,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-	-	-
Francia (variación interanual)	2,7	1,1	1,3	1,5	1,0	1,3	-	-	-
Italia (variación interanual)	4,9	0,8	0,3	0,3	0,6	0,4	-	-	-

## Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
General	8,4	5,5	2,7	2,6	2,5	2,2	2,2	1,7	2,0
Núcleo	3,9	5,0	3,7	3,1	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7

## Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Saldo corriente</b>	0,0	2,1	2,1	2,6	3,1	...	3,4	...	...
Alemania	4,4	5,9	5,9	6,2	6,5	...	6,4	...	...
Francia	-1,2	-1,0	-1,0	-0,5	-0,6	...	-0,5	...	...
Italia	-1,7	0,0	0,0	0,5	0,9	...	1,0	...	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	90,9	94,7	95,1	95,2	95,2	95,6	95,7	95,5	94,8

## Crédito y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>2</sup>	6,7	2,7	0,1	0,3	0,4	0,8	0,8	1,1	...
Crédito a hogares <sup>2,3</sup>	4,4	1,7	0,5	0,3	0,3	0,6	0,6	0,7	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>4</sup> (%)	1,8	4,6	5,2	5,1	5,1	4,9	5,0	4,7	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>5</sup> (%)	2,0	4,4	4,9	4,9	4,8	4,7	4,7	4,6	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	6,3	-8,5	-10,7	-8,8	-5,5	-2,5	-2,5	-1,5	...
Otros depósitos a corto plazo	4,5	21,1	21,1	18,5	14,4	10,5	10,4	9,7	...
Instrumentos negociables	3,7	20,3	19,9	20,5	19,7	21,8	22,3	21,8	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,5	2,7	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	3,0	...

**Notas:** 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.

## La economía española confirma las buenas sensaciones en el 3T

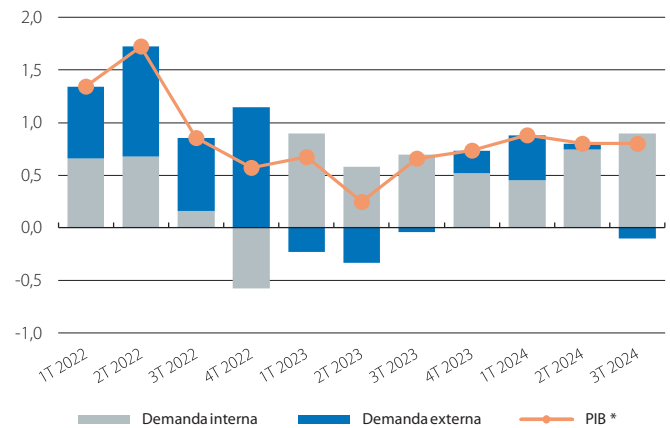
**El crecimiento del PIB volvió a batir las expectativas en el 3T.** En concreto, el PIB creció un 0,8% intertrimestral, el mismo ritmo que en el 2T 2024, y sustancialmente por encima del crecimiento promedio de la eurozona (0,4% intertrimestral) y de nuestra previsión. En términos interanuales, la tasa se aceleró hasta el 3,4% desde el 3,2% del trimestre anterior. La sorpresa positiva del dato de crecimiento del PIB del 3T 2024 introduce riesgos al alza sobre nuestra previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2024, actualmente en el 2,8%. Tras este avance, la economía española se encarama un 6,6% por encima de los niveles prepandemia, frente al 4,6% de aumento en la eurozona.

**El crecimiento del PIB se vio impulsado por el consumo privado y público, mientras que la demanda externa perdió protagonismo y la inversión no despegó.** Así, el consumo privado anotó un ritmo de crecimiento del 1,1% intertrimestral, más dinámico que el PIB, en línea con el trimestre anterior. Por el contrario, la inversión decepcionó con un retroceso intertrimestral del 0,9%, que se explica por el estancamiento de la inversión en equipo, lastrada por la contracción del 4,2% intertrimestral en la inversión en transporte, y por la caída de la inversión en construcción del 1,7% intertrimestral. Por su parte, el consumo público fue un importante factor de apoyo, con un crecimiento intertrimestral del 2,2%, 1,6 p. p. por encima del registro del 2T. Este crecimiento del consumo público fue superior a lo esperado y explica en buena parte la diferencia con nuestra previsión. Finalmente, la demanda externa restó 1 décima al crecimiento intertrimestral del PIB toda vez que las exportaciones aumentaron un apreciable 0,9% intertrimestral, pero por debajo del 1,2% de las importaciones, que se vieron impulsadas por el tirón de la demanda interna.

**El mercado laboral y los PMI estrenan el 4T con buen pie.** En el mercado laboral, la creación de empleo retoma impulso y la afiliación a la Seguridad Social creció en octubre en 134.307 trabajadores respecto al mes anterior, un 0,63%, impulsada mayormente por el sector servicios. Este aumento fue muy superior al habitual en un mes de octubre: tanto el año pasado como en el promedio de dicho mes en el periodo 2014-2019 el aumento fue del 0,45%. La cifra total de afiliados alcanza así los 21,33 millones de trabajadores, lo que supone 514.856 más que hace un año. En términos desestacionalizados, el empleo anotó una subida mensual de 67.772 afiliados, el mayor avance desde marzo, y muy por encima de la media mensual del 3T (+18.000). Por su parte, los indicadores de sentimiento continúan mostrando dinamismo tras acabar muy fuertes el 3T, especialmente el de manufacturas: en octubre, el PMI de manufacturas se situó en los 54,5 puntos, en clara zona expansiva, ya que se emplaza por encima de los 50 puntos, y por encima del dato de septiembre, 53 puntos, y del promedio del 3T, que fue de 51,5. Finalmente, el PMI de servicios perdió algo de comba, pero continuó en una sólida zona expansiva, situándose en 54,9 puntos en octubre (55,2 en el promedio del 3T y 57 en septiembre). Dejando de lado estos datos, a finales de octubre la

### España: contribución al crecimiento del PIB por componentes

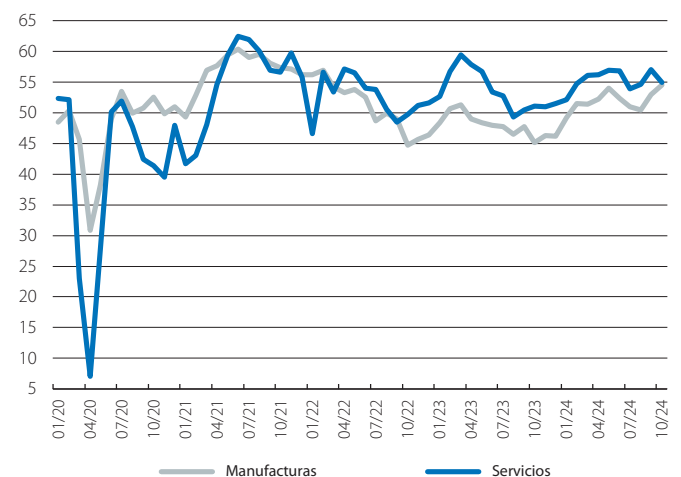
Contribución a la variación intertrimestral del PIB (p. p.)



Nota: \* Variación intertrimestral (%).  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (CNTR).

### España: PMI

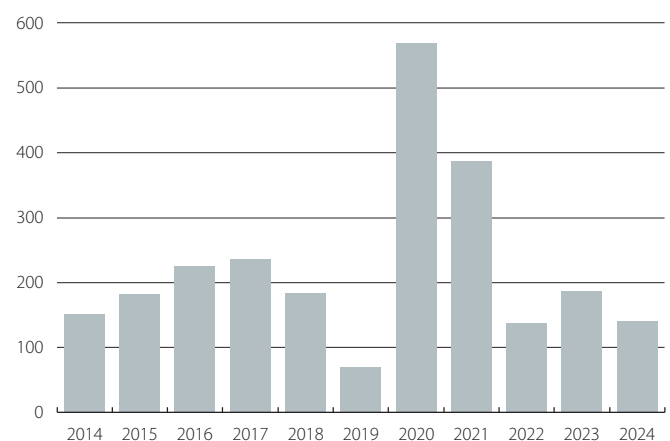
Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

### España: variación trimestral de los ocupados en el 3T 2024

(Miles)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

dana que asoló gran parte de la provincia de Valencia causó una gran devastación humana y económica en la zona. La destrucción causada por la gota fría se cobrará un peaje en el crecimiento del PIB del 4T que será limitado a nivel agregado, pero muy importante en el área afectada.

**El empleo tuvo un buen comportamiento en el 3T.** La EPA confirmó que la economía española siguió creando empleo a buen ritmo en el 3T, con un crecimiento del 0,4% intertrimestral desestacionalizado, la misma tasa que en el trimestre anterior. Además, los parados cayeron en 1.200 personas en el 3T 2024, frente a un aumento de 86.000 en el mismo trimestre de 2023. De esta forma, la tasa de paro bajó al 11,2% desde el 11,3% del 2T 2024, 7 décimas por debajo de la tasa de hace un año (11,9%).

Un dato al que hay que prestar también atención ha sido la moderación del ritmo de avance de la población activa, que ha pasado de un ritmo interanual del 1,6% en el 2T al 1,0%, el menor avance desde el 3T 2022. Esta ralentización procede tanto de los españoles como de los extranjeros, que aun así siguen creciendo a un ritmo muy superior (4,7% interanual) al de los españoles (0,3%).

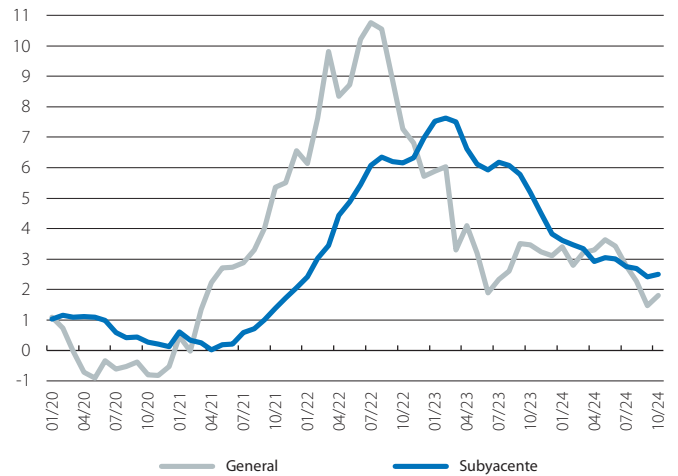
**La inflación repuntó 3 décimas hasta el 1,8%,** debido principalmente al aumento de los precios de los carburantes y también, aunque en menor medida, a la subida de los precios de la electricidad y del gas, que bajaron en octubre de 2023. Durante los próximos meses, el probable aumento del precio de la electricidad según los mercados de futuros y la segunda subida del IVA de los alimentos en diciembre podrían dar algo de continuidad al repunte de la inflación que se ha producido este mes, pero en cualquier caso esperamos que el aumento sea moderado.

**El sector turístico cerró la temporada de verano con excelentes registros.** Las pernoctaciones hoteleras subieron un 3,8% interanual en septiembre, impulsadas por los turistas internacionales, que crecieron un 4,7% interanual, mientras que las de los residentes cayeron un 2,2% interanual. Este dato se sitúa algo por debajo del crecimiento promedio de las pernoctaciones en lo que va de año (5,2%), lo que es consistente con un crecimiento del turismo robusto, pero más fuerte en temporada baja que en alta en consonancia con la desestacionalización del sector. Cabe remarcar que en el conjunto del año el sector sigue batiendo récords y, entre enero y septiembre, hemos recibido 73,9 millones de turistas internacionales, 7,4 millones más que en el mismo periodo del año pasado.

**La demanda de vivienda sigue fuerte, mientras que la oferta da incipientes señales de reactivación.** El número de compraventas en los ocho primeros meses del año ha disminuido un 1,0% interanual. A pesar de este ligero descenso, las compraventas de viviendas continúan en niveles elevados desde una perspectiva histórica (579.000 en 12 meses, en 2019 fueron 505.000) destacando el gran dinamismo de la obra nueva (+7,7% interanual en el acumulado del año). La oferta de vivienda sigue siendo limitada y por debajo de la creación neta de hogares, lo que está ejerciendo presiones alcistas sobre los precios de la vivienda. El número de visados de obra nueva ha aumentado un 16,4% interanual en los ocho primeros meses del año, alcanzando una cifra de 121.000 en los últimos 12 meses, y esperamos que sigan aumentando gradualmente.

**España: IPC**

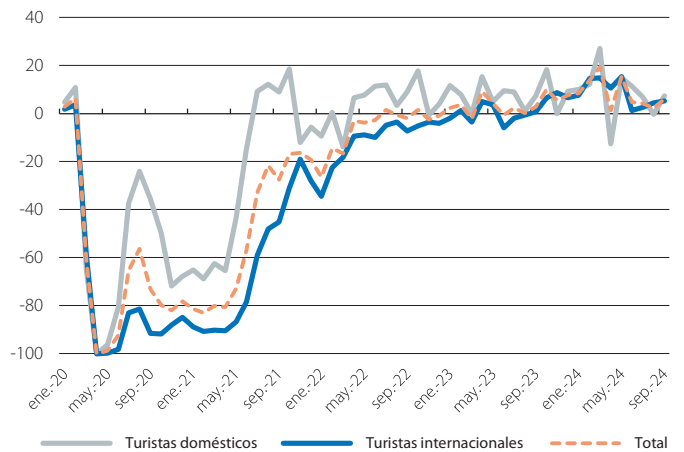
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: pernoctaciones turísticas en alojamientos**

Variación con respecto al mismo mes de 2019 (%)

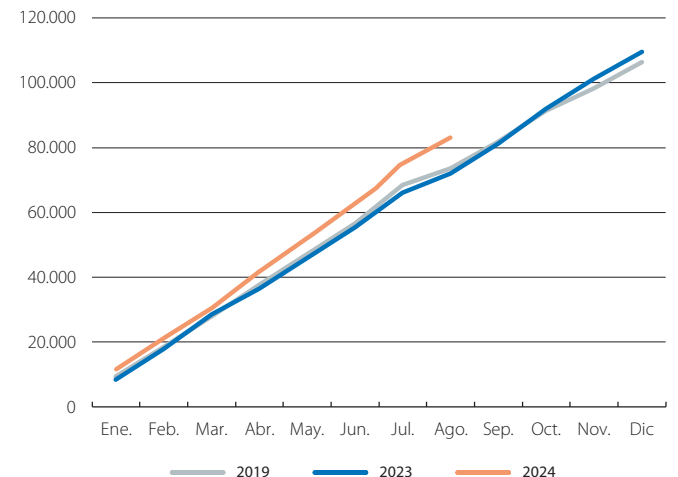


Nota: Pernoctaciones de turistas en hoteles, establecimientos de turismo rural, apartamentos turísticos, campings y albergues.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: visados de vivienda nueva**

Número (acumulado en el año)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.

## Mercado inmobiliario español 2024-2025: en modo expansivo

La situación actual del mercado inmobiliario español se caracteriza, a grandes rasgos, por la fortaleza de la demanda y la escasez de oferta. Como consecuencia de este desajuste entre oferta y demanda, el precio de la vivienda ha acelerado el paso, especialmente el de la obra nueva. Desde CaixaBank Research ya preveíamos que la tendencia alcista del mercado inmobiliario se afianzaría en 2024, pero los datos que se han ido publicando han sido más pujantes de lo esperado, y ello, junto con la mejora de las perspectivas económicas, nos ha llevado a revisar al alza las previsiones del sector inmobiliario para 2024-2025.

### Fortaleza de la demanda de vivienda

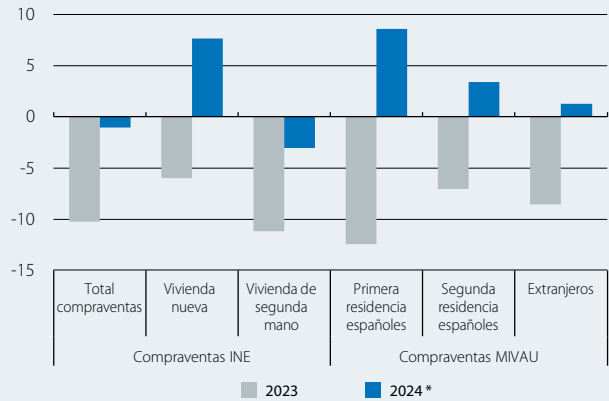
Tras tocar techo en 2022 con un volumen de compraventas de viviendas de 650.000 según las estadísticas del INE, estas descendieron de forma significativa en 2023 (-10,2%) a causa del aumento de los tipos de interés y el desvanecimiento de los factores temporales que impulsaron la demanda de vivienda tras la pandemia. Entre enero y agosto de 2024, el número de compraventas se ha mantenido prácticamente estable en torno a las 578.000, un nivel de transacciones elevado desde una perspectiva histórica (450.000 en el promedio 2015-2019). Por tipología de vivienda, se empieza a vislumbrar un cambio de patrón, caracterizado por un crecimiento significativo de las compraventas de vivienda nueva (+7,7% interanual en el acumulado de enero a agosto) y un descenso de las compraventas de segunda mano (-3,1%). Con todo, las transacciones de vivienda nueva apenas representan un 20,3% del total (+1,5 p. p. respecto a 2023).

Según la tipología de comprador, las compraventas de primera residencia por parte de los españoles son las que más crecen (+8,6% interanual en el 1S 2024), después de registrar un fuerte descenso en 2023 (-12,4%), un comportamiento que refleja que este comprador es el más sensible a la evolución de los tipos de interés.<sup>1</sup> En cambio, el número de compraventas de extranjeros, que aguantaron muy bien el aumento de los costes de financiación, es el que muestra un avance más moderado en el 1S 2024 (1,3%), aunque se mantiene en niveles históricamente elevados (unas 87.600 compraventas en el acumulado de cuatro trimestres hasta el 3T 2024, un 14,7% del total según el Colegio de Registradores). Finalmente, las compraventas de segunda residencia de españoles crecieron un 3,4% en el 1S 2024 y representan en torno al 13% del total de compraventas.

1. Para el desglose por tipología de comprador, usamos datos del MIVAU. Consideramos que una compraventa es de una segunda residencia cuando la provincia de residencia del comprador es distinta de la provincia en la que se ubica la vivienda.

### España: compraventas de vivienda por tipología de vivienda y comprador

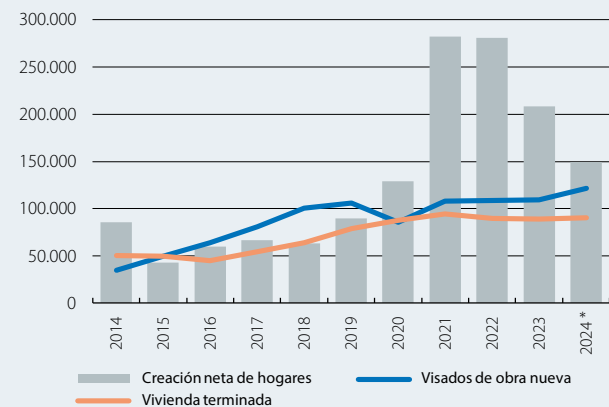
Variación (%)



**Nota:** \* Variación entre el mismo periodo de 2023 y 2024, hasta el último dato disponible (INE: agosto, MIVAU: 2T).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE y del Ministerio de Vivienda Urbana (MIVAU).

### España: oferta de vivienda nueva y creación neta de hogares

Número



**Notas:** Los datos históricos de creación neta de hogares provienen de la EPA (hasta 2013), la ECH en 2014-2020 y la ECP en 2021-2024. \* Datos de 2024 acumulados de 12 meses hasta el último disponible.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Vivienda Urbana y del INE.

De cara a 2025, preveemos que los factores que apoyan la demanda de vivienda seguirán presentes: creación neta de empleo (unos 400.000 ocupados más), crecimiento de los salarios por encima de la inflación, flujos migratorios dinámicos (aunque inferiores a los de 2022-2023), pujanza de la demanda extranjera, y una situación financiera favorable de los hogares (la deuda de los hogares representó un 45,4% del PIB en el 2T 2024, por debajo del promedio de la eurozona, del 52,4%). A todo ello se une la relajación de las condiciones financieras gracias al descenso de los tipos de interés por parte del BCE. En su reunión de octubre, el BCE recortó los tipos de interés en 25 p. b. por tercera vez desde junio y bajó el tipo *depo* hasta el 3,25%. Tras

la reunión, los mercados asignaban una probabilidad del 100% a otro recorte de 25 p. b. en diciembre y, para finales de 2025, las cotizaciones de mercado apuntaban a unas cuatro bajadas de tipos de interés adicionales.

### Escasez de oferta, pero con signos de mejora

El principal desequilibrio que presenta el mercado inmobiliario en la actualidad es la falta de oferta de vivienda, especialmente de vivienda asequible. Según la Estadística Continua de Población del INE, entre 2021 y 2023 se crearon unos 777.000 hogares netos (unos 260.000 por año), mientras que, en estos tres años, el número de viviendas terminadas ascendió a 273.000 (unas 90.000 por año) y el número de visados de obra nueva fue de unos 110.000 por año. Resulta evidente que el número de nuevas viviendas es muy inferior a la demanda.

Los datos más recientes muestran que esta brecha se ha reducido (aumento de unos 150.000 hogares netos hasta el 3T 2024 según la EPA, frente a unos 121.000 visados de obra nueva acumulado de 12 meses hasta agosto), pero en cualquier caso el *gap* acumulado en los años anteriores es muy significativo y sigue condicionando la evolución del mercado. Por otra parte, no se puede descartar que el menor dinamismo en la creación neta de hogares sea consecuencia de la creciente dificultad para acceder a una vivienda, ya sea en propiedad o en alquiler.

A pesar de que los principales actores del mercado inmobiliario español comparten este diagnóstico, hay múltiples factores que están limitando la producción de vivienda, entre los que destacan la escasez de suelo finalista, la falta de mano de obra, los elevados costes de construcción (aunque los incrementos actuales son moderados en términos interanuales, se encuentran un 30% por encima de los niveles de 2019) y los cambios regulatorios. Asimismo, también cabe destacar que el sector de la construcción tiene un problema de productividad, que arrastra desde hace décadas: mientras que el PIB real por hora trabajada ha crecido un 19,4% entre 1995 y 2023 para el conjunto de la economía, y un 56,5% para la industria manufacturera, en la construcción ha descendido un 27,7%.

### El precio de la vivienda en España acelera el paso apoyado por el descenso de los tipos de interés

El desequilibrio entre la oferta y la demanda de vivienda, la mejora de las perspectivas económicas y la disminución de los tipos de interés han apoyado el crecimiento del precio de la vivienda, que en el 1S 2024 repuntó un 7,1% interanual, según el INE. El precio de la vivienda nueva es el que crece con más vigor (+10,7% interanual en el 1S 2024), aunque el avance del precio de la vivienda de segunda mano también es muy dinámico (+6,5%).

### Previsiones de CaixaBank Research para el sector inmobiliario español

	2022	2023	2024	2025
Precio de la vivienda (INE), variación (%)	7,4	4,0	7,1	4,1
Precio de la vivienda (MIVAU), variación (%)	5,0	3,9	5,1	3,6
Compraventas (miles)	650	584	572	577
Visados de obra nueva (miles)	109	109	115	125

Fuente: CaixaBank Research.

Prevedemos que la tendencia alcista del precio de la vivienda tendrá continuidad en 2025, con un crecimiento nominal previsto en torno al 4%, claramente por encima de la inflación. Cabe destacar que la situación expansiva del mercado inmobiliario y la buena marcha de la economía española hacen que los riesgos de un aumento de los precios de la vivienda más rápido de lo esperado en nuestro escenario central no sean negligibles. En sentido contrario, los elevados precios que ya se han alcanzado en determinadas localizaciones hacen que el esfuerzo para acceder a una vivienda pueda ser un factor que limite el crecimiento de la demanda y de los precios.

Finalmente, cabe señalar que los problemas de accesibilidad asociados al crecimiento del precio de la vivienda, tanto en el mercado de compraventa como en el del alquiler, pueden acabar generando efectos económicos y sociales adversos a medio y largo plazo. En particular, la dificultad de acceso a una vivienda puede afectar a decisiones vitales como la natalidad, la movilidad geográfica de los trabajadores y la acumulación de capital humano, entre otros. Por otra parte, hay empresas que apuntan al elevado coste de la vivienda como un factor limitante para contratar mano de obra en determinados sectores y localizaciones. No hay una solución sencilla a esta situación, pero esperamos que la oferta de vivienda, en general, y de vivienda asequible en particular, vaya ganando tracción y que ello ayude a reconducir la situación.<sup>2</sup>

Judit Montoriol Garriga

2. Véase el artículo «El reto de incrementar la oferta de vivienda asequible en España» en el Informe Sectorial Inmobiliario 2S 2024.



## El sector agroalimentario comienza a salir del bache en 2024

El [Informe Sectorial Agroalimentario 2024](#), publicado en octubre, ofrece un exhaustivo repaso de los principales indicadores de actividad del sector agroalimentario español y confirma la reactivación del sector primario en 2024. Esta recuperación ha sido impulsada por la moderación de los costes de producción y una esperanzadora mejora en las condiciones meteorológicas, lo que permite, además, albergar cierto optimismo para la campaña 2024-2025. A falta de valorar el impacto que la DANA de finales de octubre en el levante peninsular haya podido tener sobre la producción agraria de la región,<sup>1</sup> en los próximos trimestres esperamos que la tendencia positiva del sector se afiance, si bien seguirá muy condicionada a la evolución de los costes y la mejora de la situación de sequía.<sup>2</sup>

### El sector primario se repone de los lastres de los últimos años

El sector ha dejado atrás el periodo de deterioro significativo registrado entre finales de 2021 y la primera mitad de 2023, marcado por unas condiciones meteorológicas adversas y un aumento de los costes de producción debido, en gran parte, a la guerra en Ucrania. En el acumulado entre el 1T y el 3T 2024, el valor añadido bruto (VAB) del sector primario creció un 7,7%, superando ampliamente el crecimiento del conjunto de la economía (3,0%). A pesar de esta mejora, el VAB del sector aún se encuentra un 5,5% por debajo del nivel del 4T 2019 y lejos de recuperar su peso en el conjunto de la economía (2,6% frente al 3,0% en 2015-2019).

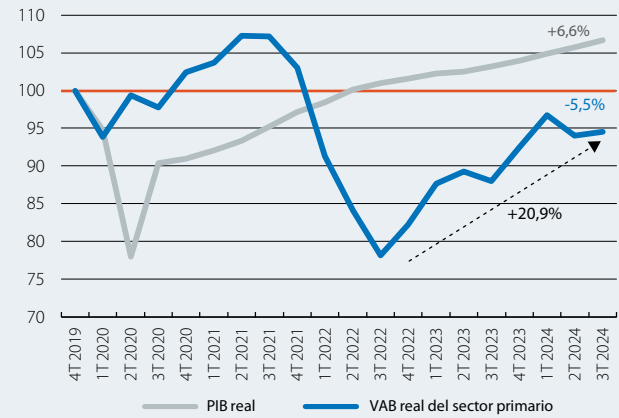
Uno de los factores clave en la recuperación del sector ha sido la moderación de los costes de producción: los precios pagados por los agricultores han caído un 18% desde máximos (a mediados de 2022), si bien permanecen más de un 20% por encima de los niveles de 2019 (véase el primer gráfico). Las mayores correcciones desde máximos se producen en los costes energéticos, en los fertilizantes y, en menor medida, en los piensos, que es la partida que más pesa en los consumos intermedios del sector (supone en torno al 55% del total). Además, todo apunta a que esta tendencia se mantendrá en los próximos meses: los mercados internacionales de productos energéticos y de materias primas agrícolas apuntan hacia una estabilidad de pre-

1. Nuestras estimaciones preliminares, empleando datos del censo agrario de 2020, señalan que la mitad de la superficie agraria útil de la provincia de Valencia estaría afectada. Teniendo en cuenta la especialización productiva de las comarcas afectadas, la oferta de cítricos (que produce el 28% del total nacional) y frutas tropicales (el 18%) se podría ver gravemente mermada.

2. Las cifras de los indicadores de actividad y precios que aparecen en este artículo están actualizadas hasta el último dato disponible a fecha de este *Informe Mensual*. Por lo tanto, los datos difieren levemente de los que aparecen en el *IS Agroalimentario 2024* que se cerró con fecha 27 de septiembre de 2024.

### España: VAB real sector primario

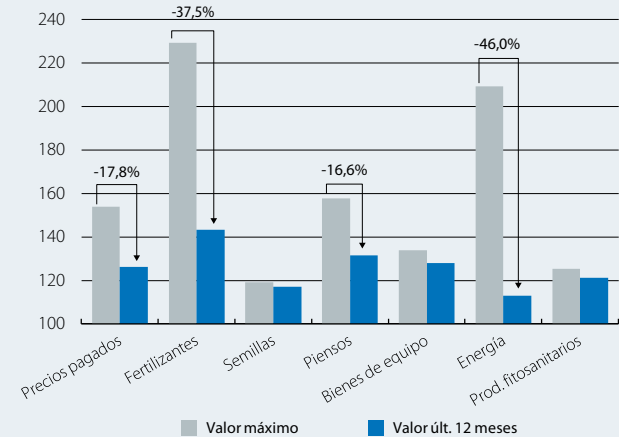
Índice (100 = 4T 2019)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### España: costes de producción del sector primario

Índice (100 = 2019)



Nota: Último dato disponible de julio de 2024.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MAPA.

cio o incluso una ligera tendencia descendente. Con todo, los riesgos se mantienen sesgados al alza, teniendo en cuenta factores sensibles como el clima o la geopolítica.

La sequía ha sido el otro factor clave en el comportamiento de la producción agrícola en los últimos años. En 2023, la producción vegetal volvió a caer (12,2%) y con más fuerza que en otros grandes productores europeos, afectando especialmente a los cultivos de secano como el aceite de oliva (-58,6%), los cereales (-34,8%) y el vino y el mosto (-21,1%). Desde mediados de 2023, se observa una esperanzadora mejora en la situación de sequía, con una reducción del territorio afectado, por lo que se espera que la producción vegetal mejore en 2024. En media del año hasta septiembre, en torno al 13% del territorio estaba afectado por la sequía, en comparación con el 35%-45% en la segunda mitad de 2022.

La gradual moderación de los lastres de años pasados es clave para la mejora que ya se observa y alimenta las perspectivas favorables para la campaña 2024-2025. Se espera que la producción de cereales se incremente un 88% respecto a la campaña anterior y que la producción de uva para mosto y vino lo haga en un 17%. También han mejorado de forma significativa las perspectivas para el aceite de oliva, donde se anticipa un repunte cercano al 50% de la producción respecto a la última campaña.

Por su parte, la industria agroalimentaria española también ha comenzado a reactivarse tras dos años de deterioro debido al incremento de los costes de producción y de los insumos. En lo que llevamos de año hasta agosto, la producción industrial creció un 1,4% interanual (primer aumento desde 2021), gracias a la moderación en el crecimiento de los costes de producción, sobre todo, en energía y fertilizantes. Sin embargo, la fabricación de bebidas cayó un 4,2% en el mismo periodo, corrigiéndose tras un fuerte repunte en 2021 y 2022.

**La inflación de los alimentos da un respiro a las familias**

El repunte en los costes de producción de la industria alimentaria se trasladó en gran parte a los precios que paga el consumidor final en los últimos años. Así, la inflación de los alimentos alcanzó un máximo en febrero de 2022 (16,7%) para iniciar una clara tendencia de moderación hasta situarse en el 1,6% en septiembre de 2024. En cualquier caso, el aumento acumulado en la inflación de los alimentos desde 2019 (32%) ha provocado un significativo esfuerzo para los bolsillos de los hogares españoles: el gasto en alimentación supuso el 26% del gasto total de las familias en 2023 frente al 23,4% en 2019, reduciéndose en consecuencia otras partidas de gasto.<sup>3</sup>

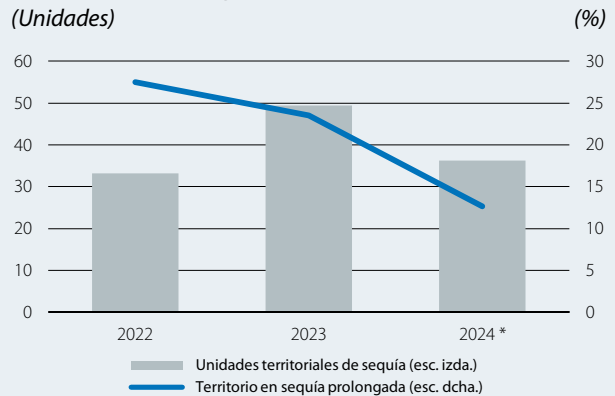
**La buena salud de las exportaciones agroalimentarias**

Las exportaciones agroalimentarias han mostrado una notable recuperación en 2024, con un crecimiento del 4,6% en volumen (tras dos años de caídas) y del 6,7% en valor en el acumulado entre enero y agosto. El sector agroalimentario ha mantenido un superávit comercial significativo desde 1996, siendo uno de los más elevados entre todos los sectores económicos. En el primer semestre de 2024, este superávit alcanzó el 1,1% del PIB, una cifra muy elevada, solo superada por los registros extraordinarios de 2020 y 2021 marcados por la pandemia.

La diversificación de los destinos exportadores y la mejora en la producción han sido factores clave en esta recuperación. Los principales destinos de las exportaciones agro-

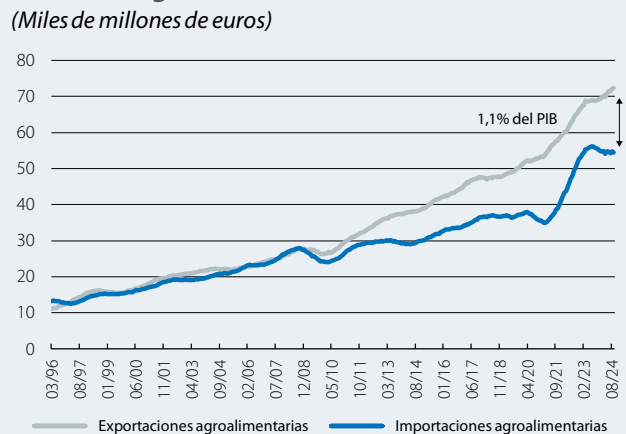
3. Para un análisis en profundidad del comportamiento reciente de la inflación de los alimentos y del impacto sobre el gasto en alimentación por parte de los hogares en España, véase al artículo «El precio de los alimentos empieza a dar un respiro» del *IS Agroalimentario 2024*.

**España: unidades territoriales en situación de sequía prolongada**



Notas: \* Datos de 2024 hasta septiembre. Las unidades territoriales de sequía son áreas definidas por el MITECO para gestionar y monitorear la sequía en España. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITECO.

**España: exportaciones e importaciones del sector agroalimentario**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de DataComex.

alimentarias españolas incluyen países de la UE, pero el sector ha conseguido gradualmente diversificar destinos hacia mercados emergentes en Asia y América Latina, lo que le ha permitido sortear los múltiples desafíos a los que se ha enfrentado en los últimos años.<sup>4</sup>

Pedro Álvarez Ondina

4. El artículo «La buena salud de las exportaciones agroalimentarias españolas» del *IS Agroalimentario 2024* realiza un análisis pormenorizado de las exportaciones agroalimentarias del sector español.

**Indicadores de actividad y empleo**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	2,2	-1,1	-0,8	-0,4	0,1	-	-0,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-0,8	-6,5	-7,9	-5,1	-5,5	-3,0	-3,6	-0,9	-8,1
PMI de manufacturas (valor)	51,0	48,0	45,9	50,7	52,8	51,5	50,5	53,0	54,5
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	15,4	1,3	0,8	2,9	4,0	-	6,9	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	29,0	0,1	-9,3	-10,5	-9,6	-	-6,3	...	...
Precio de la vivienda	7,4	4,0	4,2	6,3	7,8	...	...	...	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	18,9	15,8	14,3	12,3	12,8	12,3	...
PMI de servicios (valor)	52,5	53,6	51,2	54,3	56,6	55,2	54,6	57,0	54,9
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista <sup>1</sup>	2,3	2,5	2,8	1,1	0,5	2,6	2,4	4,1	...
Matriculaciones de automóviles	-3,0	18,5	11,9	4,2	9,6	1,1	-6,5	6,3	7,2
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-19,1	-17,2	-14,4	-13,6	-15,0	-12,3	...
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada <sup>2</sup>	3,6	3,1	3,6	3,0	2,0	1,8	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	13,0	12,2	11,8	12,3	11,3	11,2	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social <sup>3</sup>	3,9	2,7	2,6	2,6	2,4	2,3	2,3	2,3	2,5
<b>PIB</b>	<b>6,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**Precios**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
General	8,4	3,6	3,3	3,1	3,5	2,2	2,3	1,5	1,8
Subyacente	5,1	6,1	4,5	3,5	3,0	2,6	2,7	2,4	2,5

**Sector exterior**

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	-1,4	-6,9	-4,9	-	-2,9	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	-7,2	-9,8	-7,1	-	-4,6	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>4,8</b>	<b>39,8</b>	<b>39,8</b>	<b>41,2</b>	<b>45,3</b>	<b>-</b>	<b>48,3</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bienes y servicios	12,1	58,8	58,8	60,5	65,4	-	68,6	...	...
Rentas primarias y secundarias	-7,3	-19,1	-19,1	-19,2	-20,2	-	-20,4	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>17,5</b>	<b>56,0</b>	<b>56,0</b>	<b>56,0</b>	<b>61,4</b>	<b>-</b>	<b>64,4</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros<sup>4</sup>**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Depósitos</b>									
Depósitos de hogares y empresas	3,1	0,3	0,3	3,3	5,2	4,2	4,8	4,2	...
A la vista y preaviso	3,6	-7,4	-7,4	-5,2	-1,9	-1,7	-1,5	-1,7	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	-3,0	100,5	100,5	96,7	68,0	47,1	52,9	47,1	...
Depósitos de AA. PP. <sup>5</sup>	-0,8	0,5	0,5	-4,6	-4,1	14,7	9,4	14,7	...
<b>TOTAL</b>	<b>2,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Sector privado	-0,4	-3,4	-3,4	-2,6	-1,3	-0,3	-0,7	-0,3	...
Empresas no financieras	-0,7	-4,7	-4,7	-3,6	-1,8	-0,5	-1,3	-0,5	...
Hogares - viviendas	-0,2	-3,2	-3,2	-2,5	-1,5	-0,7	-0,7	-0,7	...
Hogares - otras finalidades	0,0	-0,5	-0,5	-0,1	0,7	1,1	0,5	1,1	...
Administraciones públicas	0,6	-3,5	-3,5	-4,8	-2,7	-5,4	-7,5	-5,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>-0,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>...</b>
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>...</b>	<b>3,4</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

Notas: 1. Dato deflactado, excluye estaciones de servicio. 2. Estimación EPA. 3. Datos medios mensuales. 4. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 5. Depósitos públicos, excluidas las cesiones temporales (repo). 6. Dato fin de periodo.

Fuentes: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, MITMA, MISSM, INE, S&P Global PMI, Comisión Europea, Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y Banco de España.

## Portugal arranca el último trimestre del año con señales positivas

El PIB mantuvo en el 3T un ritmo de crecimiento intertrimestral del 0,2%, en línea con la previsión de CaixaBank Research. Según la información preliminar del INE portugués, este crecimiento se corresponde con una contribución positiva de la demanda interna, con avances de la inversión y del consumo privado, mientras que la demanda externa mantuvo una aportación negativa. En términos anuales, la economía portuguesa acelera su avance hasta una tasa interanual del 1,9%, 3 décimas más que en el trimestre anterior.

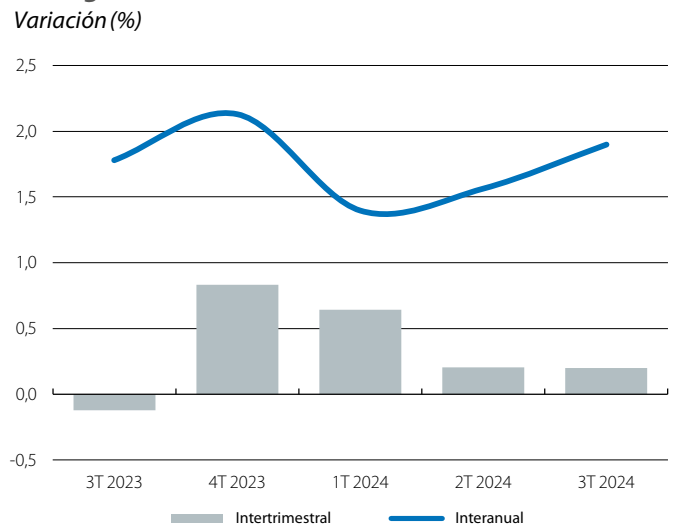
El 3T estuvo marcado por una trayectoria de menos a más a lo largo del trimestre, tendencia que se espera que continúe hasta fin de año a la vista de la evolución que viene mostrando el indicador diario de actividad. En octubre, los indicadores de clima y sentimiento económico mejoraron gracias a una mayor confianza de los sectores de servicios y construcción. Sin embargo, las familias se mostraron más cautelosas, debido a unas expectativas menos favorables sobre la situación económica del país en los próximos 12 meses, aunque continúan optimistas sobre la evolución de su propia situación financiera. Esta perspectiva viene respaldada por la resiliencia del mercado laboral, que en septiembre anotó un crecimiento del empleo del 1,6% y una estabilización de tasa de paro en el 6,4%.

La inflación general repunta en octubre, pero la subyacente se modera. El dato preliminar señala un aumento del IPC general del 2,3% (2,1% en septiembre), mientras que la subyacente retoma la senda bajista tras el repunte de septiembre y se sitúa en el 2,6% frente al 2,8% del mes anterior. Este comportamiento viene explicado esencialmente por el aumento mensual de los precios de los componentes más volátiles, tanto de la energía (+1,3%) como de los alimentos no elaborados (+0,9%). Pese al repunte de la inflación general, no consideramos el dato negativo, ya que la variación mensual fue de solo el 0,06%, muy inferior al promedio en los meses de octubre de los cinco años previos a la pandemia (0,14%).

El turismo sigue evolucionando positivamente. En septiembre, los alojamientos turísticos recibieron 3,3 millones de huéspedes y registraron 8,4 millones de pernoctaciones, lo que supone un crecimiento anual del 2,9% y el 2,6%, respectivamente. Este comportamiento se sustenta en el crecimiento del turismo de no residentes, mientras que los turistas y las pernoctaciones de residentes disminuyen ligeramente (-0,5% y -0,2% en tasa interanual, respectivamente).

El saldo de las Administraciones públicas en los nueve primeros meses del año registra un superávit del 2,8% del PIB, frente al superávit del 3,6% del PIB en el mismo periodo del año pasado. Esta reducción se debe a un crecimiento más intenso del gasto que de los ingresos: en el primer caso, el aumento del 11,1% interanual refleja un notable aumento de los gastos fijos, vía actualizaciones de pensiones y de salarios de los funcionarios. Por su parte, los ingresos aumentaron un 8,2%, destacando el buen comportamiento de la recaudación tributaria.

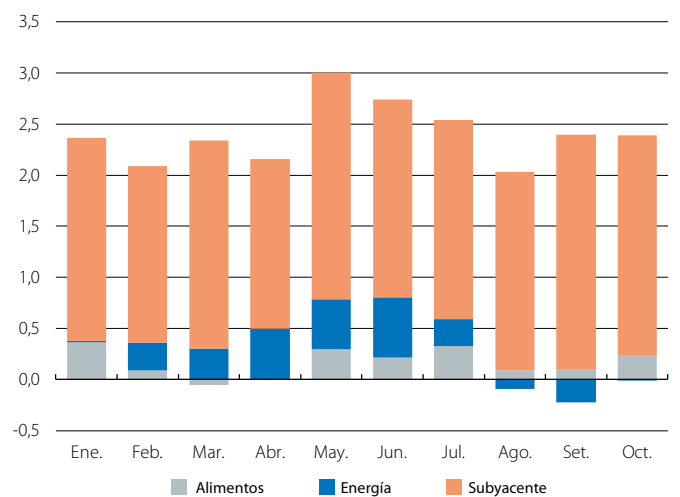
### Portugal: evolución del PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

### Portugal: IPC

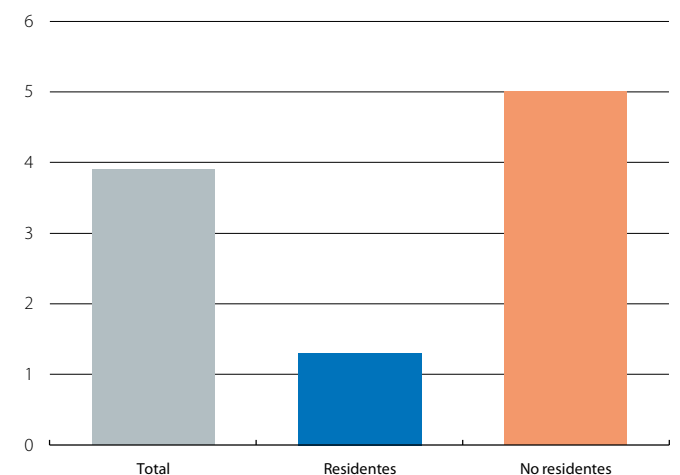
#### Contribución a la variación interanual (p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

### Portugal: pernoctaciones turísticas

#### Variación interanual del acumulada hasta septiembre de 2024 (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

**Indicadores de actividad y empleo**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
Índice coincidente de actividad	5,7	3,3	2,6	2,0	1,4	...	0,9	...	...
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	0,8	-3,1	-3,5	1,4	1,4	...	-1,5	2,7	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-3,4	-7,4	-9,3	-7,9	-6,7	-6,2	-6,5	-5,5	-4,1
<b>Construcción</b>									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,2	7,5	4,9	-19,6	6,1	...	...	...	...
Compraventa de viviendas	1,3	-18,7	-11,4	-4,1	10,4	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	13,8	9,1	6,4	5,5	6,8	...	8,2	10,0	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	19,1	13,1	9,5	...	8,8	7,7	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	15,2	7,6	1,7	6,3	4,3	-0,4	-1,6	0,8	5,5
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	5,5	1,1	0,6	1,8	2,2	...	5,6	5,0	...
Indicador coincidente del consumo privado	3,9	2,4	2,2	1,7	1,5	...	1,7	...	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-27,2	-24,6	-18,7	-14,3	-14,3	-13,1	-13,9
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada	3,3	2,3	2,3	1,4	1,0	...	1,4	1,6	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,1	6,5	6,6	6,8	6,1	...	6,4	6,4	...
<b>PIB</b>	<b>7,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	-	-	-

**Precios**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
General	7,8	4,4	1,7	2,2	2,7	2,2	1,9	2,1	2,3
Subyacente	5,6	5,1	3,0	2,3	2,4	2,5	2,4	2,8	2,6

**Sector exterior**

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	23,2	-1,4	-1,4	-5,5	-3,7	...	-0,3	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	31,7	-4,0	-4,0	-7,3	-5,6	...	-2,3	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>-2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>	...	<b>4,4</b>	...	...
Bienes y servicios	-4,7	3,3	3,3	4,6	5,3	...	5,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,9	0,4	0,4	0,5	0,6	...	-0,7	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>-0,5</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	...	<b>7,9</b>	...	...

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	08/24	09/24	10/24
<b>Depósitos <sup>1</sup></b>									
Depósitos de hogares y empresas	6,4	-2,3	-2,3	2,7	5,6	...	5,8	6,0	...
A la vista y ahorro	7,3	-14,8	-14,8	-11,2	-4,6	...	-7,5	-6,7	...
A plazo y preaviso	5,2	14,8	14,8	20,2	17,7	...	22,5	21,0	...
Depósitos de AA. PP.	12,4	-12,4	-12,4	9,1	4,5	...	10,2	29,1	...
<b>TOTAL</b>	<b>6,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>5,6</b>	...	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b>									
Sector privado	1,7	-1,5	-1,5	-0,8	-0,3	...	0,5	0,9	...
Empresas no financieras	-0,6	-2,1	-2,1	-1,7	-1,7	...	-1,2	-1,2	...
Hogares - viviendas	3,2	-1,5	-1,5	-0,8	0,0	...	1,0	1,5	...
Hogares - otras finalidades	2,9	0,2	0,2	2,0	2,7	...	3,5	4,4	...
Administraciones públicas	-2,7	-5,5	-5,5	5,9	-5,8	...	-3,4	-4,1	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	...	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>2</sup></b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	...	-	-	-

Notas: 1. Residentes en Portugal. Las variables de crédito no incluyen titulaciones. 2. Dato fin del periodo.

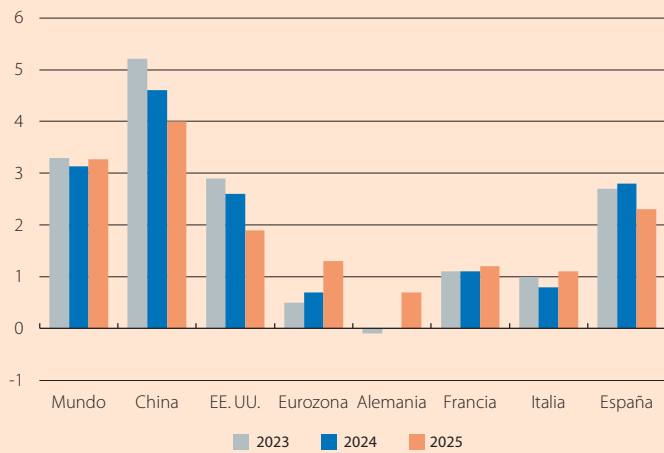
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal, Banco de Portugal y Refinitiv.

## Perspectivas globales 2025: en busca de una nueva normalidad

Cinco años después del inicio de la pandemia, origen de los desequilibrios y desafíos que ha ido sorteando desde entonces la economía internacional, la sensación (o al menos la esperanza) es que en 2025 podríamos ver la recuperación de cierta normalidad en el comportamiento del ciclo de actividad global. Normalidad entendida como el cierre de la brecha entre oferta y demanda presente en buena parte del último lustro, lo que permitirá un retorno de la inflación a una zona próxima a los objetivos de los bancos centrales y, como consecuencia, la aceleración del proceso de bajadas de los tipos de interés hacia la zona neutral (2% en la eurozona y 3% en EE. UU.). Si a lo anterior le unimos un mercado de petróleo que, al margen de la volatilidad que seguirá transmitiendo la geopolítica, parece tener un precio de equilibrio en la banda de los 70-80 dólares, tendríamos una buena base de apoyo para la consolidación del escenario de aterrizaje suave de la economía mundial.

### Crecimiento del PIB

Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research.

mercados de trabajo todavía generando empleos. La parte menos positiva del escenario macroeconómico es que pueden enquistarse las divergencias, tanto sectoriales (mejor sector servicios que industria) como entre áreas económicas (mejor EE. UU. que eurozona y China) o regiones (Alemania concentrando los problemas de Europa).

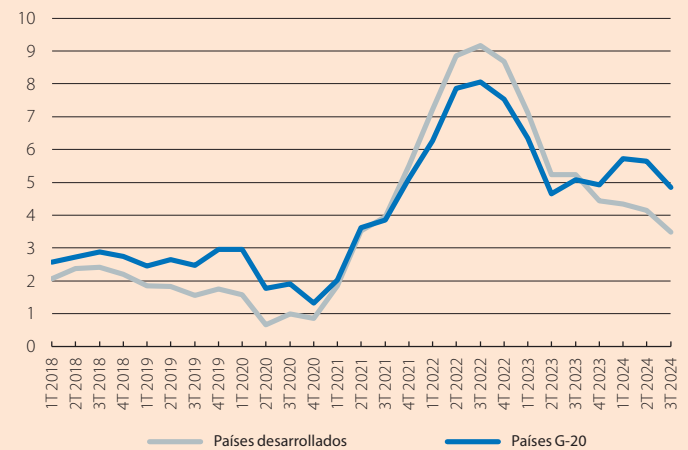
Una vez disipada la niebla que ha estado proyectando la inflación sobre el ciclo de negocios, en la fotografía del panorama económico vuelven a manifestarse viejos problemas heredados de la gran crisis financiera, como son el bajo crecimiento potencial, los elevados niveles de deuda pública global (más de 100 billones de dólares) o el mediocre desempeño de la productividad, especialmente en Europa. La magnitud de los retos estructurales es todavía mayor si pensamos que deberán abordarse en un entorno sujeto a una elevada incertidumbre, tanto por el aumento tendencial del riesgo geopolítico como por los efectos del proceso de transformación de las relaciones comerciales globales, con las cadenas de suministros regionalizándose y el mundo volviendo a dividirse en bloques.

En este contexto, la política económica tendrá que abordar estos desafíos de medio y largo plazo con escasos grados de libertad en el lado fiscal, en plena digestión de las políticas no convencionales llevadas a cabo por los bancos centrales y con un protagonismo renovado de la política industrial. Todo ello mientras todavía tenemos más preguntas que respuestas sobre lo ocurrido en los últimos cuatro años en ámbitos como el comportamiento de las expectativas de inflación, la relación entre empleo y precios (aumento de pendiente en la curva de Phillips) o el reparto de los shocks de oferta entre salarios y márgenes. Lo que dificultará anticipar dónde se estabilizarán los tipos de interés reales o si la inflación mantendrá un comportamiento asimétrico con respecto al objetivo. Por tanto, se necesitará tiempo para terminar de digerir los cambios de los últimos años, pero como

Por tanto, parece que estarían próximos a corregirse los desequilibrios monetarios causados por la acumulación de shocks de naturaleza muy diversa de los últimos años, una vez controlado el sorpresivo e intenso proceso inflacionista que se generó tras la pandemia. En este sentido, el FMI anticipa que la inflación mundial puede bajar al 3,5% a finales de 2025 (9,4% en 2022), algo por debajo del promedio de 2000-2020 (3,6%). Y, lo más importante, el retorno de la estabilidad de precios se está consiguiendo sin tener que pagar un coste excesivo en términos de puestos de trabajo y actividad, pues el resiliente ciclo de actividad global va a mantener una velocidad de cruce algo por encima de la zona del 3%, con la mayoría de los

### Economía mundial: inflación general

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

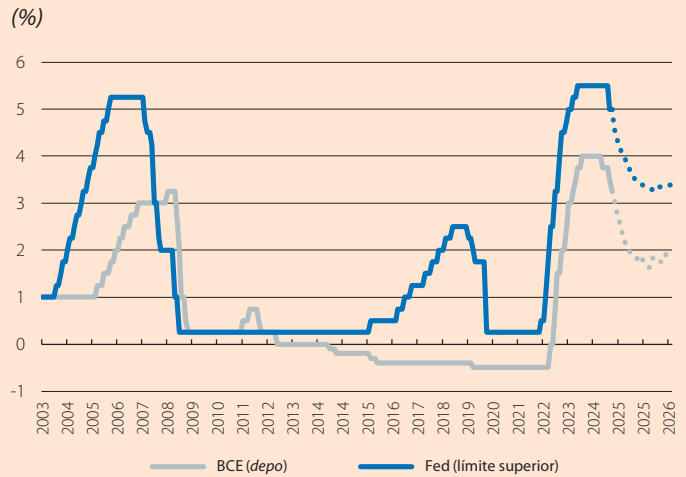
acaba de reflejar el FMI en su reunión de otoño, la política económica deberá pivotar triplemente a través de: una política monetaria moviéndose de zona restrictiva a territorio neutral (buena noticia para los emergentes), una política fiscal buscando estabilizar las dinámicas de deuda (algo especialmente complicado en EE. UU. y China) y políticas de oferta recobrando protagonismo para mejorar la capacidad de crecimiento potencial. Con todo ello, se buscaría evitar caer en la «trampa de la tecnología intermedia» o volver al riesgo de «estancamiento secular», en el que la reducida inversión pública y privada junto a unas tendencias demográficas adversas conducen a una situación de escaso dinamismo industrial, baja innovación y reducido crecimiento de la productividad.

En este desafiante contexto económico y político, el menú de riesgos es bien conocido por todos: intensificación de los conflictos arancelarios; escalada del riesgo geopolítico, con las miradas puestas especialmente en Oriente Próximo y Ucrania, con afectación al precio de las materias primas; problemas en la última milla de la inflación; o aumento de la inestabilidad financiera. Con la sensación de que Europa y China se encuentran en una encrucijada para sus modelos de crecimiento, como acaban de poner de manifiesto el plan Draghi o las recientes medidas de política económica anunciadas por el Gobierno chino. En el caso del país asiático, la vulnerabilidad continúa siendo muy importante, pues al lastre que constituyen los problemas del sector inmobiliario y la inercia de una demografía desfavorable se unen el exceso de producción y la falta de confianza de la población a la hora de tomar decisiones de gasto, en un contexto global poco dispuesto a seguir absorbiendo todo el excedente de fabricación chino. Lo que probablemente va a situar a medio plazo el crecimiento potencial más cerca del 3%-3,5% que del objetivo oficial del 5%. Mientras, en Europa, la debilidad de Alemania es un fiel reflejo de los desafíos que afronta la región, perfectamente cartografiados en el informe Draghi: necesidad de aumentar el crecimiento potencial vía innovación, productividad e inversión pública y privada, como única vía para mantener (y pagar) el modelo europeo. Una música que suena bien, con una agenda ambiciosa de medidas para el cambio, pero que tendrá que sortear tanto las reticencias de los sospechosos habituales como una gobernanza manifiestamente mejorable o los equilibrios políticos de la nueva Comisión Europea.

En definitiva, 2025 será un año a la búsqueda de una nueva normalidad, amenazada por la división entre bloques económicos. La esperanza es que muchas veces en economía es tan importante lo que se ve como lo que no se ve y, antes o después, deberían aflorar los beneficios potenciales de la inteligencia artificial y de todo tipo de innovaciones que ya tenemos encima de la mesa. Mientras tanto, lo idóneo sería recuperar la cooperación multilateral para afrontar los nuevos desafíos y mutualizar los riesgos de forma conjunta. Lo que parece más un deseo que una realidad.

*José Ramón Díez*

**Tipos de interés de referencia**



**Nota:** Las proyecciones futuras corresponden a forwards de mercados a cierre de octubre de 2024.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

## Política monetaria 2025: la hora de la distensión

Con la desinflación bien encarrilada y algunos signos de desaceleración de la actividad y enfriamiento del mercado laboral, la política monetaria está cambiando de marcha para pasar a una fase de distensión: de restrictiva a neutral. El BCE y la Fed, además de otros grandes bancos centrales, han iniciado esta distensión con bajadas de tipos de interés, y se espera que continuarán haciéndolo en 2025. A partir de ahí, buscaremos aclarar los factores que guiarán esta nueva fase de política monetaria.

### El camino hacia tipos de interés neutrales...

Fed y BCE han abogado por un enfoque gradual. Aunque el BCE ha llevado el *depo* desde el máximo del 4,00% al 3,25% y la Fed ha colocado el *fed funds* en el rango de 4,50%-4,75% (vs. máximo del 5,25%-5,50%), estos niveles siguen siendo restrictivos y la expectativa es que, en un escenario de aterrizaje suave, las bajadas de tipos continúen progresivamente en 2025.<sup>1</sup> Sin embargo, las dudas son ¿hasta qué nivel bajarán los tipos? ¿a qué velocidad lo harán? ¿cómo se transmitirán a la economía?

El objetivo de los bancos centrales para 2025 es llevar los tipos de interés al nivel que ni estimula ni enfría la economía, sino que la equilibra con su potencial. Este tipo de interés de equilibrio, también llamado natural o neutral, es un concepto no observable e incierto que guía el diseño de la política monetaria. Hay múltiples maneras de inferirlo, y dos alternativas conocidas son las que recogemos para la Fed y el BCE en el primer gráfico: una, basada en modelos macroeconómicos y la otra, en las cotizaciones de los mercados financieros. Estas dos opciones nos sitúan el tipo de interés de equilibrio en EE. UU. en un rango del 2,75%-3,25% y el de la eurozona en el 1,50%-2,50%.

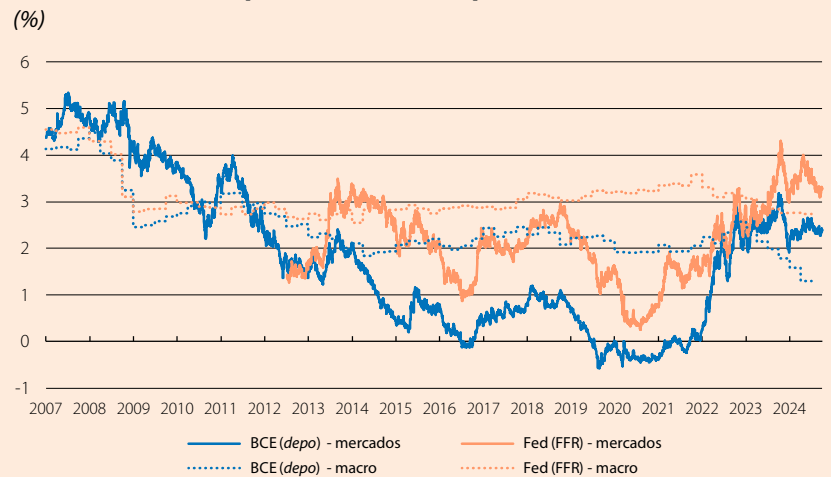
La velocidad con la que la Fed, el BCE y el resto de los bancos centrales en distensión monetaria llevarán sus tipos a niveles neutrales dependerá de lo rápida o lentamente que se materialice el escenario de aterrizaje suave para sus economías. En la eurozona, el BCE podría llegar a zona neutral ya en 2025, ante la combinación de un crecimiento con poco vigor en el agregado de la región y la expectativa de que la inflación se consolide en el objetivo del 2% en los próximos trimestres (una perspectiva que se ve reforzada por la desaceleración de salarios y márgenes empresariales).<sup>2</sup> En EE. UU., nuestro escenario también es que la Fed llegue a niveles neutrales a lo largo de 2025, para evitar un enfriamiento abrupto del mercado laboral ante una desinflación que, con matices respecto a Europa, parece razonablemente encarrilada.

En este escenario de aterrizaje suave, la distensión monetaria quitará lastre sobre la economía en 2025. De hecho, y como se observa en el segundo gráfico, las condiciones financieras ya se han ido distendiendo de la mano de las bajadas de tipos (tanto realizadas como anticipadas). Normalmente, el impacto sobre la economía de una distensión monetaria es progresivo y su efecto máximo tarda en llegar (Romer y Romer [2023]<sup>3</sup> sitúan el impacto máximo sobre el PIB a los nueve trimestres), por lo que cabe esperar que en 2025 su empuje sea moderado. Sin embargo, las estimaciones también sugieren que los primeros efectos positivos se notan rápidamente: con datos muy granulares para la economía española, Buda *et al.* (2023)<sup>4</sup> detectan que cambios en los tipos de interés impactan significativamente en el consumo en menos de una semana, en las ventas empresariales en aproximadamente un mes y en el empleo en unos dos meses.

### ... y riesgos

El último interrogante es a qué riesgos se enfrentarán los bancos centrales en la nueva fase monetaria. Lo primero que deberán calibrar es la velocidad de bajadas. Por un lado, recortar tipos con demasiada cautela puede enfriar la economía más de lo desea-

### Estimaciones del tipo de interés de equilibrio



**Nota:** Las estimaciones de «mercados» corresponden a forwards sobre los tipos de interés de referencia a un horizonte de 5 años vista. Las estimaciones «macro» corresponden al tipo de interés natural estimado por Holston *et al.* (2023), «Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19», más una inflación del 2%.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de la Fed de Nueva York.

1. Estos recortes van a coexistir con una reducción de los balances. Véase el Focus «Balances: la normalización no tan visible de la política monetaria», en este mismo informe.

2. Una recuperación cíclica de la productividad (por ejemplo, si se deshace el llamado *labour hoarding* o acaparamiento prudencial de mano de obra) reforzaría todavía más el descenso de la inflación.

3. Romer, C. D. y Romer, D. H. (2023). «Does Monetary Policy Matter? The Narrative Approach after 35 Years». National Bureau of Economic Research, n.º w31170.

4. Buda, G., Carvalho, V., Corsetti, G. *et al.* (2023). «Short and Variable Lags». CEPR Discussion Paper, n.º 18022.

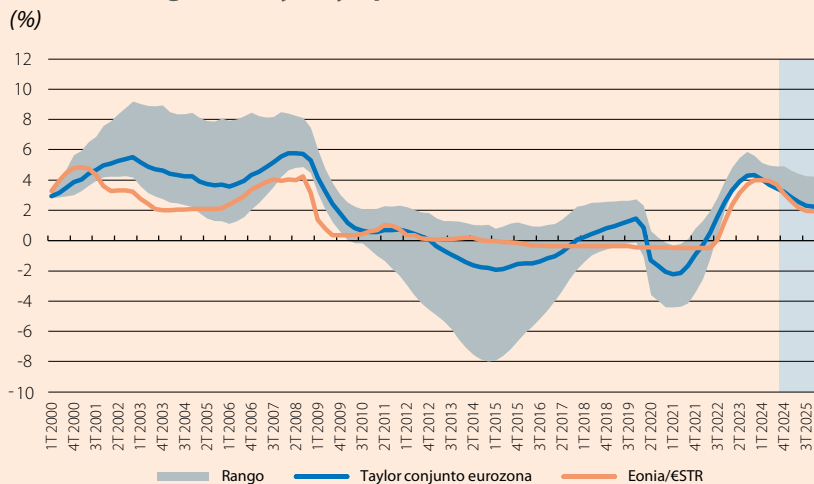


do, arriesgando una vuelta a las débiles inflaciones de la anterior década. Por el otro, recortar demasiado rápido podría frustrar la victoria final contra la inflación: los bancos centrales están en el último kilómetro de la desinflación, pero todavía no han llegado a la meta. Los últimos datos disponibles sugieren que el BCE se enfrenta más al primer riesgo, con una pérdida de dinamismo ya visible en los indicadores de actividad, y la Fed al segundo, con una economía que sigue creciendo por encima del potencial y una inflación todavía con ciertas señales de resistencia. En cualquiera de los dos casos, la calibración de la distensión monetaria se enfrentará a un tercer ingrediente: los tipos de interés influyen en los precios de los activos financieros y los cambios drásticos pueden generar correcciones abruptas y desencadenar turbulencias financieras, como ya ocurrió en el periodo de subidas de tipos.<sup>5</sup>

También hay que tener en cuenta la amenaza de nuevas perturbaciones que afecten al escenario. Sin embargo, el cambio de perspectivas de política monetaria ante un nuevo shock, especialmente si es de oferta, debería verse mitigado por el hecho de que hoy las economías tienen un punto de partida con condiciones financieras restrictivas y enfriamiento de la demanda, algo radicalmente diferente a 2022.

Cada banco central deberá calibrar riesgos idiosincráticos de su región. El BCE enfrenta el desafío de gestionar la heterogeneidad de la eurozona, donde contrasta el sólido crecimiento de economías periféricas como España (que va camino de ser la economía avanzada con más crecimiento en 2024) con la debilidad de Alemania (la única gran economía avanzada que no está creciendo en 2023-2024). Este desafío hace que la política monetaria óptima sea diferente para cada país y que distintos países requieran niveles diferentes de tipos de interés. Una manera de ilustrarlo es con la regla de Taylor,<sup>6</sup> una guía que muestra cómo históricamente algunos países de la eurozona habrían necesitado tipos de interés más altos de los fijados por el BCE, mientras que otros países, con una posición cíclica más débil, habrían requerido tipos más bajos. Como se ve en el último gráfico, el rango de tipos señalado por la regla de Taylor sugiere que el desafío sigue presente pero, por el momento, la dispersión es menor que en el pasado.<sup>7</sup>

**Eurozona: regla de Taylor y tipo del BCE**



**Notas:** Tipo ESTR en 2025 según implícitos de mercado. El rango corresponde al tipo mínimo y máximo entre la prescripción de la regla de Taylor para Alemania, España, Francia e Italia. La regla de Taylor usada es:

$$i_t = \pi_{t-1} + (1 - \rho)[r^* + 2 + 1,5(\pi_t - 2) + \tilde{y}]$$

donde  $\tilde{y}$  es el output gap (PIB observado respecto a potencial) y  $r^*$  es el tipo de interés natural.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del BCE, de la Comisión Europea, de Eurostat, de la Fed de Nueva York y de Bloomberg.

En definitiva, todo apunta a que 2025 será otro año en el que la política monetaria tenga un papel protagonista en la coyuntura de la economía y los mercados financieros.

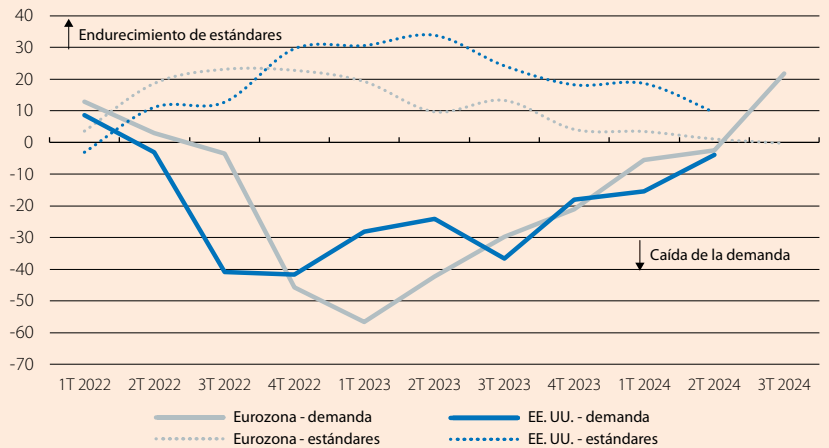
5. Con el colapso de Silicon Valley Bank en 2022 y las graves dificultades de NYCB en 2023.

6. Esta regla da un tipo de interés nominal a fijar dada la inflación, el tipo de interés neutral y el output gap.

7. Hay una menor dispersión en las tasas de inflación respecto a años pasados, además, todas las economías vienen de una debilidad generalizada desde 2020.

**Evolución de las condiciones financieras**

Balance neto de entidades (%)



**Notas:** Balance neto de entidades que endurecen (+) o relajan (-) los criterios de concesión de crédito, o de entidades con incremento (+) o disminución (-) en la demanda de préstamos. Los índices reflejan el promedio ponderado para préstamos a empresas no financieras, compra de vivienda y consumo de los hogares.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del BCE (Bank Lending Survey) y de la Reserva Federal (SLOOS).

## España 2025: crecimiento dinámico, aunque algo menor que en 2024

### Balance 2024: un buen punto de partida

Este 2024 que estamos a punto de dejar atrás está siendo un buen año desde un punto de vista macroeconómico, en un contexto aún marcado por tipos de interés elevados y con una inflación que ha ido de más a menos a lo largo del ejercicio.

En conjunto, prevemos que el PIB en 2024 crezca en torno al 2,8% respecto al 2023, un ritmo superior en más de 1 punto a lo que se esperaba a principios de año.<sup>1</sup> Prácticamente la mitad de la sorpresa positiva proviene de un desempeño mejor de lo anticipado por parte del sector exterior, impulsado por el turismo y los servicios no turísticos. La otra mitad se explica a partes iguales por un crecimiento mayor de lo esperado del consumo de las familias, que se ha empezado a reactivar en este 2024, y del consumo público.

Además, la incorporación del dato del PIB 3T, que se ha publicado posteriormente a nuestra previsión y ha sido mejor de lo esperado, supone riesgos alcistas sobre la previsión de crecimiento del 2,8% para 2024.

En suma, podemos concluir que 2024 ha sido mejor de lo anticipado y ha puesto los mimbres para iniciar 2025 en un punto de partida sólido desde un enfoque macroeconómico.

### Perspectivas para el 2025: los motores del crecimiento de la economía española

Para 2025 prevemos que la economía modere ligeramente su ritmo de crecimiento hasta el 2,3%, un ritmo dinámico y muy superior al 1,3% que se espera en la eurozona. El dato de PIB del 3T introduce, como para 2024, algunos riesgos al alza sobre esta previsión.

¿Cuáles son los motores que sustentarán este sólido crecimiento? En este artículo destacamos los cinco elementos principales.

En primer lugar, cabe destacar que se espera que los hogares continúen recuperando poder adquisitivo; la remuneración por asalariado se situará algo por encima de una inflación ligeramente superior al 2%, lo que permitirá, junto con las bajadas de tipos de interés, la sólida posición financiera de los hogares y el fin de las presiones inflacionistas, una ligera aceleración del consumo privado.

En segundo lugar, el turismo continuará siendo una palanca clave del crecimiento: la contribución de este sector al crecimiento del PIB en 2025 será de entre 0,4 y 0,5 p. p., por debajo de 2023 y 2024, pero una cifra todavía muy notable.

En tercer lugar, la demografía continuará siendo un viento de cola. En los últimos dos años, la población ha crecido aproximadamente un 1% interanual, debido en gran medida a la llegada de un millón de inmigrantes. Este flujo ha incrementado y rejuvenecido la fuerza laboral. Las proyecciones indican que la población seguirá aumentando en los próximos años a un ritmo en torno al 1%. Con todo, el mercado de la vivienda puede ser un cuello de botella para los flujos de inmigración, pero también contribuir a mayores flujos si el aumento de actividad en el sector inmobiliario atrae a más mano de obra.

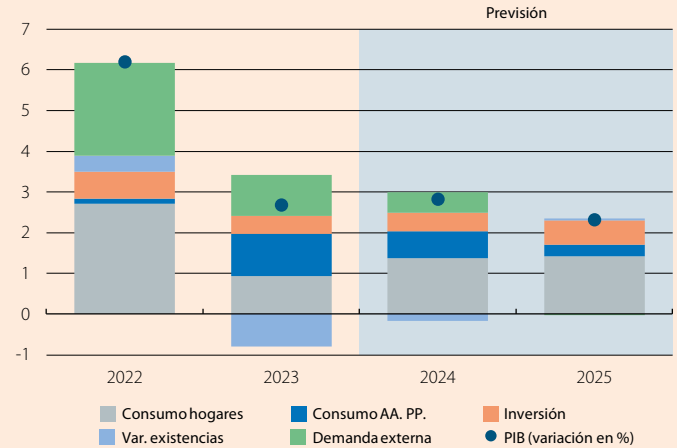
En cuarto lugar, el mercado laboral continuará siendo un impulsor del crecimiento: prevemos la creación neta promedio de algo más de 400.000 puestos de trabajo en 2025 y una pequeña caída de la tasa de paro, elementos que permitirán crear más riqueza y afianzar el consumo de los hogares.

Finalmente, la inversión tiene margen para crecer en un contexto en el que la bajada de tipos puede estimular sectores relacionados con la inversión en equipo, en el que el impulso de los fondos NGEU también jugará un rol y en el que la inversión en vivienda tiene recorrido para fortalecerse. En cambio, se espera una contribución más modesta del consumo público en un contexto de reintroducción de las reglas fiscales europeas, que obligará a una cierta contención del crecimiento del gasto público.

### ¿Qué cambia entre 2024 y 2025?

Para concluir el artículo, analizamos qué elementos del escenario macroeconómico varían en 2025 respecto a 2024, lo que ayuda a entender por qué esperamos que el crecimiento se desacelere en torno a medio punto en 2025. En este sentido es un ejercicio diferente a lo comentado en la sección anterior, pues aquí hablamos de elementos diferenciales en 2025 en relación con el año anterior.

### España: contribución al crecimiento del PIB (p.p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

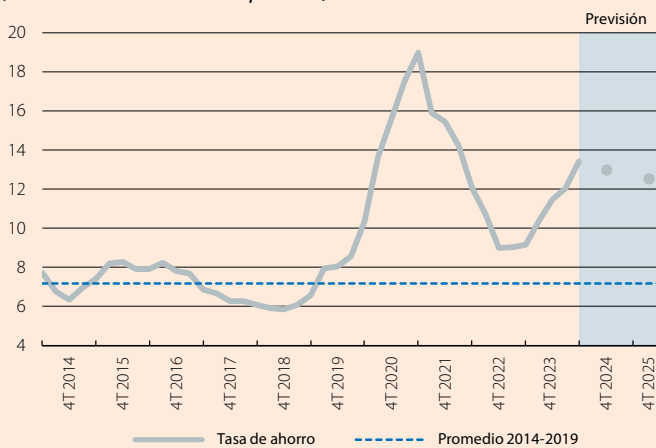
1. Las revisiones al alza en la serie de PIB explican una parte muy menor de la sorpresa.

En el segundo gráfico presentamos los principales factores de apoyo que, debido a un mejor comportamiento en 2025 que en 2024, permitirán acelerar el crecimiento del PIB en 2025 respecto a 2024. En primer lugar, hay que mencionar la tasa de ahorro de los hogares: estimamos que en 2024 se situará en torno al 13% de la renta bruta disponible, impulsada por el gran dinamismo de los ingresos y los incentivos al ahorro derivados de unos tipos elevados. En 2025, prevemos un descenso de esta tasa de ahorro relativamente suave a medida que los tipos de interés bajen y la confianza mejore, lo que permitirá aumentar el consumo con un impacto positivo en el crecimiento del PIB de 2 décimas.<sup>2</sup>

Un segundo factor diferencial para un mayor crecimiento es el impacto de las bajadas de tipos de interés. Nuestra previsión es que el BCE ahonde en la senda de bajada de tipos en 2025 con cuatro bajadas de 25 p. b.<sup>3</sup> Aunque los tipos serán más bajos en 2025 que en 2024, hay que recordar que el impacto de una bajada de tipos presenta cierto retraso en transmitirse a la economía. Estos retardos explican que, a pesar de que prevemos tipos más bajos en el promedio de 2025 que en el de 2024, el impacto positivo de los descensos en los tipos de interés sobre el crecimiento del PIB será relativamente modesto en 2025 y similar en magnitud al de la tasa de ahorro.

En tercer lugar, destacamos el impacto de los fondos NGEU. Algunas inversiones financiadas con estos fondos que se esperaban para 2024 se acabarán ejecutando en 2025, lo que supondrá entre 1 y 2 décimas de contribución adicional al crecimiento el año que viene.

**España: tasa de ahorro de los hogares**  
(% sobre la renta bruta disponible)



Nota: Datos acumulados de 4 trimestres.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

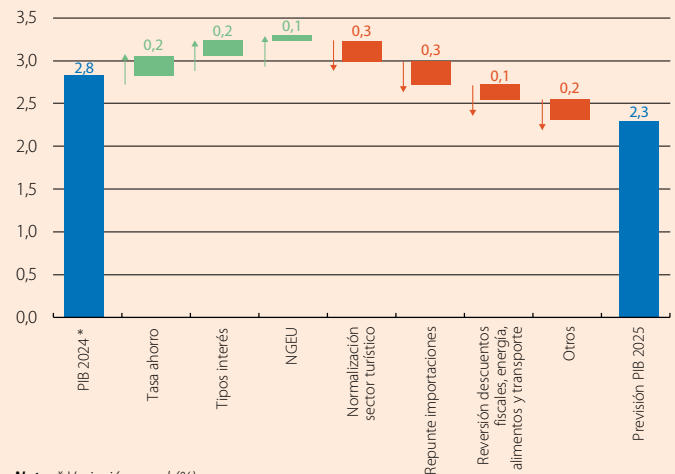
Sin embargo, otros factores actuarán en sentido contrario. En primer lugar, prevemos que el turismo contribuya de forma muy dinámica al crecimiento en 2025, pero que su aportación sea 3 décimas menor que en 2024. Es previsible que el sector normalice su ritmo de crecimiento dados los elevados niveles alcanzados, aunque continuará viviendo un estado dulce y contará con importantes palancas para que crezca.<sup>4</sup> En segundo lugar, la contribución del sector exterior será más modesta que en 2024, en parte por un repunte de las importaciones al calor del mayor vigor de la demanda interna. Finalmente, la retirada de los descuentos fiscales sobre energía y alimentos y de las rebajas al transporte tendrán un pequeño impacto a la baja también sobre el crecimiento, vía su efecto alcista sobre la inflación de estas partidas. No obstante, las dinámicas de la inflación en agregado serán positivas: prevemos que la inflación núcleo (aquella que excluye la energía y los alimentos) pase de crecer un 2,7% en 2024 a cerca del 2% en 2025.

En cuanto a los riesgos que rodean este escenario, si la tasa de ahorro disminuyera más rápido o a niveles más bajos, implicaría un riesgo al alza para el crecimiento del PIB impulsado por un mayor crecimiento del consumo. En sentido contrario, la materialización de riesgos geopolíticos adversos, como una espiral arancelaria o una intensificación del conflicto en Oriente Próximo que elevara los precios de la energía, tendría un impacto material negativo sobre el crecimiento.<sup>5</sup>

En suma, la economía española encara un 2025 que se espera de nuevo dinámico gracias a una demanda interna privada que irá tomando un mayor protagonismo.

Oriol Carreras y Javier Garcia-Arenas

**España: desglose del crecimiento del PIB 2025**  
(p. p.)



Nota: \* Variación anual (%).  
Fuente: CaixaBank Research.

2. Para entender este cálculo, hay que tener en cuenta que la tasa de ahorro captura el nivel de ahorro en relación con la renta bruta disponible, y la magnitud de la renta bruta disponible es del 60% del PIB nominal. Por tanto, una reducción de 0,5 puntos de la tasa de ahorro como la que prevemos para 2025 supondría, en principio, un aumento del crecimiento del PIB de alrededor de 0,3 puntos a través de un mayor consumo. Teniendo en cuenta que la parte del consumo que se realiza a través de importaciones es del 30%, llegamos a un impacto sobre crecimiento del PIB de 0,2 p. p.  
3. Véase el artículo «Política monetaria 2025: la hora de la distensión» en este mismo Dossier.  
4. Véase el artículo «Crecimiento sectorial en 2025: robusto y transversal, pero con algunas diferencias» en este mismo Dossier.  
5. Véase el artículo «Perspectivas globales 2025: en busca de una nueva normalidad» en este mismo Dossier.

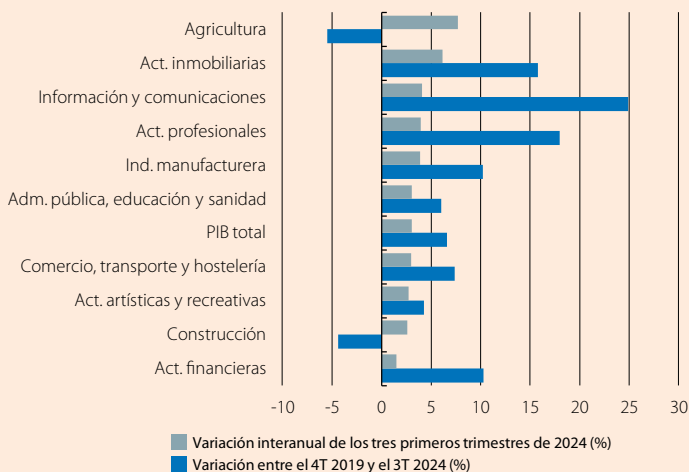
## Crecimiento sectorial en 2025: robusto y transversal, pero con algunas diferencias

En 2024, todos los sectores de actividad de la economía española han estado creciendo de forma generalizada, con pocas excepciones. Además, el número de sectores en situación de debilidad se ha reducido y han aumentado los sectores en expansión, gracias a la progresiva absorción de los fuertes *shocks* de los últimos años: la pandemia, los problemas de suministros, la crisis energética, el incremento de los costes de producción, la sequía y el aumento de los tipos de interés. Las perspectivas para 2025 son igualmente prometedoras, aunque se anticipa una ligera moderación en algunos casos. En este artículo del Dossier, exploraremos cómo han evolucionado los distintos sectores económicos españoles a lo largo del año y qué esperamos en 2025.

### Balance de 2024: crecimiento generalizado, pero con matices

La economía española ha mostrado un crecimiento vigoroso del PIB a lo largo de 2024, superando el 3% interanual en el 2T y en el 3T. En la industria manufacturera, este crecimiento ha sido especialmente robusto en algunas ramas, como la industria química, la farmacéutica o la papelera, impulsadas por la moderación de la factura energética y el incremento de las exportaciones. Sin embargo, sectores como la industria textil y la extractiva habrían seguido en contracción. Mención especial merece la industria automovilística, que experimentó un notable repunte en 2023, después de la fuerte caída en los años pospandemia, pero que actualmente empieza a mostrar signos de debilidad en un contexto en el que se enfrenta a desafíos vitales en la transición hacia los vehículos eléctricos, por un elevado nivel de competencia internacional, particularmente proveniente de China.

### Crecimiento de los sectores de actividad en el 3T 2024



**Nota:** Datos del valor añadido bruto en términos reales.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

En conjunto, el sector manufacturero creció un 3,9% en los tres primeros trimestres de 2024 respecto al mismo periodo de 2023, y en el 3T 2024 superaba en un 10,2% el registro del 4T 2019, mientras que el PIB del conjunto de la economía lo sobrepasaba en un 6,6%.

Dentro de los servicios, los relacionados con el turismo han continuado creciendo de forma robusta, aunque a un ritmo inferior al de 2023, a causa de la normalización de las tasas de crecimiento una vez superados los efectos de la pandemia.<sup>1</sup> Además del turismo, otros sectores de servicios también están teniendo muy buen desempeño, como las actividades inmobiliarias, favorecidas por la fortaleza de la demanda de vivienda y unos tipos de interés a la baja. También destaca el fuerte crecimiento de los servicios de mayor valor añadido, como los de información y comunicaciones, y las actividades profesionales, científicas y técnicas, unos sectores que, además, cada vez están más abiertos al exterior: las exportaciones de servicios no turísticos crecieron un 9,9% interanual en el acumulado de enero a agosto, hasta representar el 6,9% del PIB.

También el sector primario ha mostrado una notable recuperación, con un crecimiento del 7,7% interanual en los tres primeros trimestres de 2024, gracias a la mejora en las condiciones meteorológicas y la gradual reducción de los costes de producción, permitiendo al sector superar la fuerte caída experimentada en 2022. A pesar de esta tendencia positiva, el VAB del sector primario todavía se encuentra un 5,5% por debajo del nivel del 4T 2019.<sup>2</sup>

Finalmente, el sector de la construcción ha registrado un crecimiento firme (2,6% interanual en los tres primeros trimestres de 2024), pero todavía se encuentra un 4,4% por debajo de los registros prepandemia. La estabilización de los costes de producción y la fortaleza de la demanda están apoyando una cierta reactivación de la oferta de vivienda, tal y como muestran los visados de obra nueva (+16,4% interanual entre enero y agosto de 2024). La construcción no residencial sigue muy débil, pero se aprecian signos de estabilización según el importe de la licitación oficial de las Administraciones públicas (-1,4% interanual entre enero y junio, frente al -10,6% en 2023).

### ¿Qué sectores de actividad liderarán el crecimiento en 2025?

Prevedemos que la economía española crezca un 2,3% en 2025, un ritmo de avance muy significativo, aunque algo más moderado que en 2024 (2,8%).<sup>3</sup> Esta desaceleración (de 5 décimas) se explica en gran medida por la menor contribución del sector turístico, que pasaría a aportar entre 4 y 5 décimas al crecimiento del PIB en lugar de las 8 décimas de 2024. En todo caso, cabe señalar que prevedemos un crecimiento del PIB turístico en términos reales del 3,4%, superior al del PIB, lo que implica que el sector turístico seguirá

1. En concreto, estimamos que el PIB turístico ha crecido un 6% en 2024 (frente al 7,6% de 2023), aunque su aportación al crecimiento del PIB ha seguido siendo muy significativa (de 8 décimas en 2024 frente a 9 décimas en 2023).

2. Véase «El sector agroalimentario español se reactiva en 2024 gracias a la moderación de los costes de producción» en el Informe Agroalimentario 2024.

3. Tras la publicación del dato del PIB del 3T 2024 (avance del 0,8% intertrimestral, superior a nuestra previsión), hay riesgos alcistas tanto sobre la previsión de crecimiento de 2024 como en la de 2025.

## Previsiones sectoriales 2025

**EXPANSIÓN POR ENCIMA DE LA MEDIA Y EN ACELERACIÓN:**

- Construcción y actividades inmobiliarias.
- Información y comunicaciones.
- Servicios profesionales.



Sectores que se benefician de la bajada de tipos de interés o que tienen tendencias seculares muy positivas.

**EXPANSIÓN POR ENCIMA DE LA MEDIA, PERO DESACELERAN:**

- Turismo.
- Sector agroalimentario.
- Industria química y farmacia.



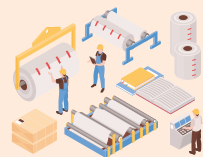
Crecimiento robusto, pero más moderado, debido a la disipación de factores excepcionales que previamente impulsaron su expansión.

**CRECIMIENTO CERCANO A LA MEDIA:**

- Industria del automóvil.
- Fabricación de maquinaria.
- Comercio.



Sectores más afectados por la competencia internacional y los retos ligados a la transición digital y sostenible.

**DEBILIDAD MODERADA:**

- Industria textil.
- Industria papelera.
- Industria maderera y muebles.



Comparten tendencias seculares más débiles, por presión de costes y mayor exposición a la competencia internacional.

Fuente: CaixaBank Research.

ganando peso en el conjunto de la economía (del 13,0% en 2024 al 13,2% en 2025). Después de batir todos los récords en 2024,<sup>4</sup> prevemos que el sector turístico continúe expandiéndose gracias a la continuada desestacionalización (crecimientos más fuertes fuera de la temporada alta), la recuperación de la renta disponible real en los países emisores a medida que termina de disiparse el *shock* inflacionista y la percepción de estabilidad geopolítica en España.

Aparte del turismo, prevemos que otros sectores de servicios, que presentan tendencias seculares muy positivas, sigan teniendo muy buen desempeño en 2025. Entre ellos destacamos el sector tecnológico y de la información (TIC) y las actividades profesionales, científicas y técnicas, impulsores de la transición digital y muy intensivos en inversión, que se beneficiarán del descenso de los tipos de interés. De hecho, la bajada de tipos de interés que se ha iniciado en 2024 tendrá su mayor impacto en la economía real en 2025, y será un factor clave para determinados sectores muy sensibles a los costes de financiación, como son la construcción y las actividades inmobiliarias.

La mejora en las condiciones de financiación también impulsará la inversión en equipo de forma transversal, y especialmente en el sector manufacturero, más intensivo en inversión que los servicios. Dentro del sector manufacturero prevemos un comportamiento diferencialmente positivo de la industria farmacéutica, que goza de unos niveles de competitividad internacional y especialización elevados, y es un motor exportador y de inversión en I+D.

En cambio, se espera una normalización del ritmo de crecimiento de las ramas manufactureras más intensivas en energía (papelera y artes gráficas, química, auxiliar de la construcción, entre otras), que han experimentado un fuerte crecimiento en 2024 gracias a la reducción de la factura energética. En todo caso, estas industrias seguirán beneficiándose de la ventaja competitiva que ofrecen los menores costes energéticos de los que goza actualmente el sector industrial español en relación con los competidores europeos. La industria automovilística seguirá muy condicionada por la profunda transformación tecnológica y la fuerte competencia internacional en la producción de vehículos eléctricos.

Finalmente, el sector primario seguirá su camino de recuperación, apoyado por la mejora en las condiciones climáticas y la reducción de costes. Sin embargo, la capacidad de adaptación al cambio climático será crucial para la sostenibilidad a largo plazo de este sector y de la industria agroalimentaria.

En resumen, la economía española muestra una robustez de base amplia, con sectores clave como las TIC, las actividades profesionales, la industria farmacéutica y el turismo, que están impulsando el crecimiento. Sin embargo, la presión de costes y la competencia internacional representan desafíos importantes, especialmente para la industria automovilística. Las perspectivas para 2025 son positivas gracias a la distensión en las condiciones de financiación, las inversiones de los fondos NGEU y la ventaja competitiva que ofrecen unos menores costes energéticos. Aprovechar esta situación coyuntural favorable será clave para seguir diversificando y fortaleciendo el tejido empresarial español.

Judit Montoriol Garriga

4. Véase «El sector turístico español bate todos los récords en verano de 2024» en el IM10/2024.

## Conoce nuestras publicaciones:



### Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

Valoración de los principales indicadores macroeconómicos de España, Portugal, la eurozona, EE. UU. y China, y de las reuniones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal.



### Monitor de consumo

Análisis mensual de la evolución del consumo en España mediante técnicas *big data*, a partir del gasto con tarjetas emitidas por CaixaBank, del gasto de no clientes en TPV CaixaBank y de los reintegros en cajeros CaixaBank.



### Flash de divisas

Informe *flash* sobre la evolución del tipo de cambio del euro con las principales divisas: dólar estadounidense, libra esterlina, yen japonés y yuan chino. Ofrece un análisis técnico, estructural y predictivo.



### Informe Sectorial Agroalimentario 2024

La actividad del sector agroalimentario español está aumentando a ritmos superiores al conjunto de la economía y las perspectivas para la campaña 2024-2025 son favorables. Las exportaciones están superando con éxito el entorno adverso de los últimos años y los precios de los alimentos han empezado a moderar su ritmo de crecimiento, aunque el alza acumulada desde 2019 sigue siendo significativa.



### Informe Sectorial Inmobiliario 2S 2024

La vigorosa evolución del sector inmobiliario español en la primera mitad del año nos ha llevado a revisar al alza las previsiones para 2024 y 2025. Aun así, el desajuste entre oferta y demanda condicionará al sector, que además deberá afrontar retos importantes como el cambio climático o los problemas de acceso a la vivienda de la población joven y la más vulnerable.



### Informe Sectorial de Turismo 2S 2024

Las cifras récord que ha alcanzado el turismo en España en los primeros meses de 2024 y los efectos del cambio climático en el sector resaltan la necesidad de seguir mejorando la gestión de los flujos y apostar por la innovación y la inversión, para minimizar las externalidades negativas de la actividad y tender hacia un modelo menos estacional y que refuerce la sostenibilidad.

A través de nuestros estudios, contribuimos a estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en: [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

Te recomendamos:

# Economía en tiempo real

Sigue la evolución de la economía española  
a través de nuestros indicadores en tiempo real.

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

Síguenos en:



[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)



@CABK\_Research



Newsletter



CaixaBank

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

© CaixaBank, S.A., 2024

© Banco BPI, 2024

Diseño y producción: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)

Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

